EUDE EUROPEAN BUSINESS SCHOOL

Adquisición, Contratación y Aspectos Legales

Objetivos

- Conocer el régimen legal- mercantil y laboral- que se aplica en las empresas.
- Conocer el régimen fiscal de adquisición de acciones y normativa a la hora de adquirir empresas.
- Desde el punto de vista laboral el alumno conocerá las cuestiones más relevantes en la adquisición de empresas.
- Conocimiento de los diferentes métodos de cara a la valoración de empresas.

ÍNDICE

1. La empresa
2. Elementos personales
3. Títulos impresos y entregados (lsc art.120.2)
4. Transmisión de participaciones sociales
5. Régimen fiscal
6. Las partes
7. Diferentes contratos de partida según a la parte que representamos.
8. Definiciones
9. Control de concentraciones empresariales
10. Delimitación del mercado relevante
11. Formalidades básicas de un spa
12. Factores que influyen en la configuración
13. Acuerdos de confidencialidad
14. Conversaciones iniciales
15. Carta de intenciones
16. Due diligence

17. Conditions precedents
18. Manifestaciones y garantías
19. Side letters
20. Régimen de responsabilidad
21. Garantías
22. Aspectos laborales
23. Sucesión de empresas
24. 10 errores en la compraventa
25. Métodos de valoración de empresas
26. Consideraciones previas
27. VAN
28. TIR
29. Métodos
30. Particularidades de las compraventas de sociedades cotizadas
31. Régimen de opas
32. Concepto de control
33. Squeeze out
34. Jerga de OPAS

Adquisición, Contratación y Aspectos Legales

1. La empresa

La empresa es la organización de los factores de producción (capital y trabajo) con el fin de obtener una ganancia ilimitada (Profesor Garrigues).

La empresa puede definirse como el conjunto planificado y organizado de actividades de naturaleza económica, bienes patrimoniales y relaciones materiales con valor económico con la finalidad de intermediar en el mercado de bienes y servicios.

El carácter patrimonial de la empresa, permite conformarla como un bien económico susceptible de transmisión.

Así lo expresa la STS Sala de lo Social de 12 de Mayo de 1981: "La empresa, integrada por empresario, trabajadores, medios financieros, etc., constituyendo una unidad socioeconómica de producción, pasa totalmente a un nuevo titular sin que cambien en nada sustancial la vida de la industria transferida que se concibe con absoluta autonomía e inalterable unidad cualquiera que sea la persona física o jurídica que tiene de titular".

La causa del contrato bilateral de compraventa se concreta en la perfección con la sustitución de un empresario en la posición del otro que continuará con su actividad sin exigirse una posterior explotación aunque sea lo habitual.

ACTIVOS Y PASIVOS

Activo : Se considera «activo» a aquellos bienes tangibles o intangibles o derechos de los que cabe esperar un beneficio económico a futuro. Los activos son por tanto un recurso o bien económico propiedad de una empresa, con el cual se obtienen beneficios.

Según el Plan General de Contabilidad español, se definen los activos como bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa, resultantes de sucesos pasados de los que se espera obtener beneficios o rendimientos económicos en el futuro. Ejemplos: inmuebles, vehículos, clientes, patentes, marcas, stocks, inversiones financieras, etc.

El pasivo: Son las obligaciones de la empresa, las fuentes de financiación ajenas (con otras personas y entidades), y para pagarlas espera obtener con el activo los recursos necesarios. Formado por las obligaciones o deudas contraídas con terceros con el fin de financiar la actividad operativa de la empresa.

LAS ACCIONES Y LAS PARTICIPACIONES SOCIALES

Las acciones , representan una parte alícuota de la cifra del capital social. En la sociedad anónima, por su propia definición legal, el capital se halla dividido en acciones (LSC art.1.3).Por otro, es la expresión de la condición de socio de una sociedad anónima, que confiere a su titular el conjunto de derechos y obligaciones propios de dicha condición. Por fin, es el título-valor negociable que incorpora los referidos derechos y obligaciones propios de la condición de socio, o bien, se puede documentar por medio de anotaciones en cuenta realizadas a favor del titular de la acción en los registros informáticos que a tal efecto se establezcan. En uno y otro caso las acciones tienen la consideración de valores mobiliarios (LSC art.92.1)

Las participaciones sociales, son las partes alícuotas en las que está dividido el capital social de una sociedad de responsabilidad limitada y expresan la condición de socio de una sociedad de responsabilidad limitada, que confiere un conjunto de derechos y obligaciones al mismo. Sin embargo, las participaciones sociales no van incorporadas a títulos valores como las acciones, al faltarle requisitos de idoneidad para tener las características de un título valor.

la LMV define como valor negociable cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera.

EL CONTRATO MERCANTIL DE COMPRAVENTA DE EMPRESA

Podemos definirlo como aquel contrato por el que uno de los contratantes (vendedor) se obliga a entregar una cosa determinada (empresa) y el otro (comprador) a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente se denomina compraventa.

El **contrato mercantil de adquisición de empresa,** carece de una regulación específica en nuestra legislación, encontrándonos ante un contrato atípico, lo que nos permitirá definir su objeto e incluir los pactos que se consideren oportunos conforme a las reglas de la autonomía de la voluntad de las partes, sujeta a los límites previstos en el Artículo 1255 si bien se imponen las prácticas y los términos anglosajones, países pioneros y acostumbrados a la operativa de las adquisiciones.

No obstante su ausencia de regulación específica, resulta de aplicación la normativa contenida en los siguientes cuerpos legales:

- Código Civil
- Código de Comercio

Ley de sociedades de Capital RD 1/2010 de 2 de julio, el Reglamento del Registro Mercantil aprobado por Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio y la Ley de modificaciones estructurales 3/2009 de 3 de abril, reguladora de las modificaciones estructurales de las sociedades de capital (fusiones, escisiones, fusiones transfronterizas).

La regulación de Ofertas Públicas de Adquisición en mercados cotizados (Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio de régimen de las ofertas públicas de adquisición).

La regulación de control de concentraciones empresariales y defensa de la competencia tanto en su control por la CNC en España, reguladas por Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, como en el ámbito comunitario Reglamento 4069/89 CEE.

Conforme al Artículo 1255 del Código Civil “Los contratantes pueden establecer los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral ni al orden público”.

El carácter consensual de este contrato viene reflejado en los artículos 1254, 1258 y 1450 del Código Civil "La venta se perfeccionará entre comprador y vendedor, y será obligatoria para ambos, si hubieren convenido en la cosa objeto del contrato, y en el precio, aunque ni la una ni el otro se hayan entregado".

La forma jurídica a través de la que normalmente se instrumenta la transmisión de la titularidad del negocio a favor del comprador reviste la forma de un contrato de compraventa de las acciones o participaciones que representan el capital social de la sociedad que es titular del negocio por lo que puedo sentar que se trata de la forma típica de adquisición (share purchase agreement), esta suele ser la operación preferida por el comprador en la que rigen las reglas de la transmisión de acciones o de participaciones sociales.

En ocasiones y atendiendo a las circunstancias, la transmisión se puede instrumentar mediante un contrato de compraventa de activos y pasivos para su integración y afectación a la adquirente, subrogándose el comprador en la posición jurídica de la sociedad titular (trabajadores afectos a la actividad, licencias, actividad, etc). (asset deal), esta suele ser la operación preferida por el comprador y en ella estaremos a las reglas de transmisión de cada uno de los activos/pasivos.

La elección como se explica más adelante depende de las circunstancias concretas operativas, legales y sobre todo fiscales pero siempre responden al objetivo de optimizar los intereses de comprador y vendedor.

LA COMPRAVENTA

Artículo 1445 del Código Civil: Por el contrato de compra y venta uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente. Por otro lado, el Artículo 325 Código de Comercio de 1885 "Será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron o bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la reventa"

No obstante, es habitual que se utilicen ciertas cláusulas tipo comunes a este tipo de contrato.

OBJETO Y CAUSA

El objeto del contrato, será la propia empresa la cual puede incardinarse perfectamente dentro del concepto del artículo 1445 del Código Civil "Todo bien que pueda existir en el patrimonio del vendedor y que pueda ser enajenado mediante un precio"

La causa del contrato de compraventa de empresa es objetiva y se trata de la sustitución, por un precio cierto, de una persona por otra en todas las relaciones jurídica y de hecho y demás elementos esenciales para la conservación de la organización empresarial.

La causa del contrato de compraventa es por tanto la adquisición del negocio de target o en mayor puridad los aspectos objetivos y funcionales de la empresa en su realidad unitaria.

Desde un punto de vista de racionalidad económica, la motivación es la creación de valor para el accionista, desde esta perspectiva interesa destacar que la unión de dos empresas juntas debería ser superior al valor de ellas consideradas individualmente (Efecto sinérgico)

Las sinérgias en adquisiciones horizontales, deben suponer una reducción de costes (economías de escala) y/o un aumento de ingresos (poder de mercado: nueva cuota de mercado)

La sinérgias en adquisiciones verticales operan en la reducción de costes contractuales y de transacción.

En otras ocasiones la justificación viene dada por las ventajas fiscales o el uso de fondos excedentes (inversores LBO: Leveraged Buy Out) Motivos de carácter personal o familiar (falta de continuidad, jubilación, falta de liquidez)

PRECIO

El precio de la compraventa está constituido generalmente por la entrega de una cantidad de dinero en metálico, ya sea al contado o en pagos aplazados, siendo habitual la mezcla de ambos. En todo caso el precio ha de estar determinado o ser determinable sin necesidad de ulterior acuerdo (lo que dejaría al contrato de compraventa en un mero acuerdo de intenciones) y además es preciso que exista un mecanismo de determinación del precio lo más preciso posible.

El precio puede ser fijo o un fijo y una parte variable, respondiendo esta parte a ajustes del precio, al alza o a la baja, de acuerdo con parámetros financieros a valorar el día de la firma del contrato de compraventa. Los parámetros para el cálculo tendrán una regulación detallada en la que, entre otras, se incluirán cómo dirimir las discrepancias de las partes.

El precio variable, puede ajustarse a la fórmula earn-out que condiciona el mismo o parte del mismo (aplazamiento de pago) a los beneficios futuros u otras variables reales que target genere en los próximos ejercicios o en un periodo determinado, para garantizar el sistema de valoración de la sociedad comprada en función de la marcha de ésta y siendo habitual que se ofrezca parte a los directivos para poder lograr las metas propuestas en el futuro.

En virtud de esta cláusula, (cláusula de complemento del precio) se pacta que parte del precio de la adquisición se haga depender de los resultados económicos alcanzados con la explotación futura del negocio, por la empresa cuyas acciones se compran (Ebitda, cifra de volumen de negocios, etc)

Performance earn-outs: El pago de la parte variable del precio sólo se producirá en caso de la consecución efectiva de los objetivos marcados.

Economic earn-outs: Aquí también se estipula el pago de un fijo y un variable que consiste en determinado porcentaje de la facturación o de los beneficios de la sociedad, pero con la particularidad que el adquirente se obliga a contratar al accionista vendedor para que pueda influir en la gestión de la sociedad y conseguir los resultados que devengarán el pago de la cantidad variable.

Requisito indispensable para introducir estas cláusulas es determinar la prestación por medio de criterios o reglas fijados en el contrato de compraventa.

En la práctica, es el comprador el que suele estar interesado en introducir este tipo de cláusulas contractuales, por medio de las cuales el vendedor le garantice un determinado resultado económico de la explotación de la empresa adquirida

El **“earn out”** es un elemento que permite al comprador reducir el riesgo asociado a la transacción asociando parte del precio al resultado de la empresa adquirida e incrementa el compromiso del vendedor con el plan de negocio propuesto.

El **“earn out”** se utiliza para reducir incertidumbres a la hora de valorar alguna parte o la totalidad del negocio de la empresa adquirida, por tanto tiene sentido que las transacciones asociadas a negocios maduros con marcas fuertemente arraigadas en el mercado como son las transacciones en el sector financiero o en el de la alimentación no sea necesario este tipo de estructuras. Además en estos negocios el “know how” no reside en las personas sino que reside en los procesos productivos y de comercialización.

EL PAGO

Es habitual indicar la forma de pago, así como la moneda, su paridad, los sistemas para realizar la conversión de divisas, las fechas para el tipo de cambio, la realización del mismo por transferencia bancaria, metálico, cheques nominativos o al portador, letras de cambio, pagarés u otros, permiten hacer la entrega de forma inmediata o condicionada a los hitos de pago que se fueran verificando.

El impacto fiscal de la operación para el comprador, dependiendo de la estructura de compra y el tipo de adquisición, se suele tener en cuenta en el precio.

En ocasiones, se reservan los derechos políticos por parte del vendedor como garantía del pago de la misma (Véase

S.T.S. 6729/2012) Formas de articular la cesión o una previsión estatutaria o a través de pactos parasociales. ¿Cuándo el vendedor dejará de ser socio de la empresa?

Bien con el pago total del precio pactado, será la opción preferida por el socio vendedor que se mantendrá en la empresa hasta el pago total del precio

O bien con el paso del término de la cesión, será la opción deseada por el comprador que podrá recuperar los derechos políticos una vez transcurridos los periodos de pago

Es habitual incluir un listado de todos y cada uno de los elementos que se entregan en el momento del cierre.

Acciones: Libros de actas, renuncias a los cargos de administradores, revocaciones de poderes.

Activos: transmisión conforme a la teoría del título y del modo del 609 Código Civil, exige la verificación de la transmisión .

2. Elementos personales

En los negocios jurídicos que tengan por objeto la empresa, se exige la voluntad del adquirente de continuar con la explotación y del vendedor de transmitir el conjunto de elementos necesarios para permitir la continuación de la actividad empresarial.

ACCIONES O ACTIVOS

La compraventa de la empresa mediante la adquisición de las acciones y participaciones sociales supone la adquisición indirecta de todos los activos y pasivos (aparente y ocultos) de la sociedad adquirida. El único activo que se adquiere son las acciones o las participaciones, se pueden presentar complejidades cuando existen pluralidad de accionistas, con intereses dispersos y no tienen una representación común

El vendedor suele decantarse por esta operación por la tributación que lleva aparejada una compraventa de activos y por tratarse de una operación más limpia.

La compraventa de activos (y en su caso pasivos) expresamente determinados por las partes, excluyéndose los pasivos ocultos que pudieran existir en la sociedad. Quedan exceptuados ciertos impuestos y las responsabilidad con empleados y Seguridad Social, puede suponer la obtención de ciertos consentimientos y aprobaciones (Organismos públicos y cláusulas “change of control”)

El comprador suele preferir esta operación por poder seleccionar los activos que le interesan y no compran –salvo excepciones-las contingencias ocultas.

TRANSMISIÓN DE UN ACTIVO

Decisión del órgano de administración, cuando se transmiten todos o la mayor parte de los activos, la decisión corresponde a la Junta de socios.

Acreedores: El cambio de posición como Acreedor requiere notificación, el cambio es en la posición del deudor se requiere autorización

Para la transmisión de deudas es necesario que medie un doble acuerdo :

1. Entre el transmitente y el adquirente, y

2. Entre el adquirente y cada uno de los acreedores. La transmisión de patentes y marcas exige:

   - Su constancia escrita: escritura pública.
   - Su inscripción en la Oficina Española de Patentes y Marcas para tener efectos frente 3º.

Contratos en curso; el consentimiento debe ser obtenido de la contraparte, los contratos vigentes se transmiten mediante un doble acuerdo: el pactado entre el transmitente y el adquirente; y el celebrado entre el adquirente y los terceros (suministrador, transportista, etc.)

Contratos de arrendamiento: la notificación de propietario no es obligatoria, pero sí aconsejable. El Arrendatario.

- Notificación un mes después de que la transacción El propietario puede elevar el alquiler un 20 %.

Licencias/permisos; podrían requerir la aprobación de la transacción.

Transmisión de acciones o participaciones sociales: es necesario la revisión de los estatutos sociales para comprobar la existencia de derechos de adquisición preferentes y opciones de compra o venda, así como cualquier mecanismos de restricción a la transmisión.

Cesión de créditos: Cuando el vendedor procede a la transmisión de su empresa suele incluir, salvo pacto expreso en contrario, la cesión de todos los créditos de los que es titular. Para la transmisión de créditos que se representen mediante títulos valores, deberemos atender al régimen propio de cada título:

- En títulos nominativos será necesaria su entrega y notificación al deudor.
- En títulos al portador sólo deberá mediar la entrega.
- En títulos a la orden procederá el endoso.

Cuando los créditos no están incorporados a títulos valores, basta la mera notificación al deudor de dicha cesión. Transmisión de deudas Para la transmisión de deudas es necesario que medie un doble acuerdo:

1. Entre el transmitente y el adquirente.

2. Entre el adquirente y cada uno de los acreedores.

Respecto de los acreedores y los contratos es necesario comprobar la existencia de las denominadas “cláusulas de cambio de control” y ver su impacto en la compraventa.

ADQUISICIONES DE ACCIONES

Este tipo de operaciones suponen bien la adquisición del 100% de las acciones o participaciones de la empresa objetiva

o bien un paquete suficiente de las mismas que otorguen el control al adquirente (prima de control).

El socio de control ha de poder, por sí mismo, decidir las situaciones corrientes dentro del ámbito competencial de los órganos sociales; ha de tener atribuidos los derechos de voto suficientes para designar a los miembros del órgano de administración. (ver slide sobre control).

Supone la adquisición indirecta de todos los activos y pasivos (aparentes y ocultos) de la sociedad adquirida.

Régimen legal y estatutario de transmisión de acciones-participaciones. Subrogación en la posición de socio que determina la aceptación de todos los elementos que componen la empresa.

Expectativa de creación de riqueza.

TRANSMISIÓN DE ACCIONES

Títulos no impresos o entregados (LSC art.120.1)

En esta situación, no existe todavía incorporación del derecho al título, dada la inexistencia de éste. Ello no quiere decir que no existan los derechos de socio, puesto que el título no es constitutivo de la condición de socio, teniendo sólo un mero valor declarativo respecto a dicha condición y a los derechos inherentes a la misma.

La ley reconoce la posibilidad de ejercer y transmitir los derechos de socio, aún cuando los títulos no estén aún impresos o entregados. En concreto se establece que, en estas circunstancias, la transmisión de acciones se realizará de acuerdo con las normas sobre cesión de créditos y demás derechos incorporales.

De acuerdo con ello, en tales supuestos, la transmisión de las acciones requiere el cumplimiento de los siguientes requisitos (CCom art.347 y 348; CC art.609 y 1526 s.):

a) Existencia de título o negocio traslativo suficiente, como puede ser la sucesión, la donación o cualquier contrato de naturaleza traslativa: compraventa, permuta, etc.

b) Notificación al emisor de las acciones, es decir, a la sociedad, de la transmisión Transmisión de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta

Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta se rigen por su normativa específica, constituida por las **disposiciones reguladoras del mercado de valores:** LMV y sus normas de desarrollo, en especial el RD 116/1992. Esta normativa establece una adaptación funcional de los principios característicos de la figura del título-valor (literalidad, autonomía y legitimación por la posesión) a la figura de la anotación en cuenta.

La transmisión de acciones así representadas tiene lugar por transferencia contable y está sujeta a un régimen específico, cuya aplicación presupone la previa inscripción de las acciones en el oportuno registro.

3. Títulos impresos y entregados (LSC ART. 120.2)

a) Acciones al portador En este caso, existe incorporación del derecho al título, por lo que la acción tiene la consideración de cosa mueble, transmitiéndose como tal. Los requisitos que la transmisión de las acciones precisa son:

1° Existencia de acto o negocio traslativo suficiente (CC art.609),Esta exigencia de causa suficiente está en el origen de nuestro sistema legal de transmisión de la propiedad (título y modo).

2° Entrega o tradición del título representativo de la acción. La tenencia o exhibición del título -o del certificado acreditativo de su depósito en una entidad autorizada- legitima frente a terceros para el ejercicio de los derechos de socio..

3° La transmisión de este tipo de acciones exige para su validez o la intervención de fedatario público o bien la participación o mediación de una sociedad o agencia de valores (LMV disp.adic.3ª).

b) Acciones nominativas

1º Existencia de un acto o negocio traslativo suficiente: sucesión, donación compraventa, permuta, etc. 2º Endoso de la acción o cesión de los derechos de socio.

4. Transmisión de participaciones sociales

Régimen de la transmisión voluntaria por actos “inter vivos” (Art. 107 LSC):

Salvo disposición contraria de los estatutos, será libre la transmisión:

a) Entre socios

b) En favor del cónyuge, ascendiente o descendiente del socio

c) En favor de sociedades pertenecientes al mismo grupo que la transmitente

Cuando no hay disposición estatutaria, las reglas seguidas serán las establecidas en la LSC de la siguiente forma:

a) El socio que se proponga transmitir su participación o participaciones deberá comunicarlo por escrito a los administradores.

b) La transmisión quedará sometida al consentimiento de la sociedad.

c) La sociedad sólo podrá denegar el consentimiento si comunica al transmitente, por conducto notarial, la identidad de uno o varios socios o terceros que adquieran la totalidad de las participaciones.

d) El precio de las participaciones, la forma de pago y las demás condiciones de la operación, serán las convenidas y comunicadas a la sociedad por el socio transmitente. Si el precio estuviera aplazado, en la totalidad o en parte, en el proyecto de transmisión, será requisito previo la garantía de pago por una entidad de crédito.

e) Plazo de un mes, contado desde la comunicación por la sociedad de la identidad del adquirente, para que el documento público de transmisión sea otorgado.

f) En la hipótesis de que no hay la comunicación por la sociedad de la identidad del adquiriente, no determina ni la invalidez de la adquisición ni la libertad de transmisión. Simplemente determina que el transmitente, ante el incumplimiento del adquirente, podrá optar entre la resolución o el cumplimiento forzoso de la obligación.

Cláusulas estatutarias prohibidas (Art. 108 LSC):

Serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente libre la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos "inter vivos".

Nulidad de las cláusulas estatutarias por las que el socio que ofrezca la totalidad o parte de sus participaciones quede obligado a transmitir un número diferente al de las ofrecidas.

* Ofertas de venta conjunta: hipótesis donde los transmitentes plantean expresamente ante la sociedad su venta no de forma autónoma sino como una única operación dada la unidad económica de la misma. Ej. Caso de la oferta de un tercero a varios socios para hacerse con la mayoría del capital.

Intransmisibilidad plena: sólo serán válidas las cláusulas que prohíban la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos "inter vivos", si los estatutos reconocen al socio el derecho a separarse de la sociedad en cualquier momento y se hará necesario el consentimiento unánime de los socios para la incorporación de las mismas.

Intransmisibilidad temporal: Los estatutos podrán impedir la transmisión voluntaria de las participaciones por actos inter vivos, o el ejercicio del derecho de separación, durante un período de tiempo no superior a cinco años a contar desde la constitución de la sociedad, o para las participaciones procedentes de una ampliación de capital, desde el otorgamiento de la escritura pública de su ejecución.

La transmisión de un bien o un derecho (art. 609 CC) exige tres requisitos: poder/capacidad de disposición del transmitente, título y modo. La existencia de una restricción estatutaria a la libre transmisibilidad de unas acciones o participaciones limita la capacidad de disposición del titular del derecho, es decir, el primero de los requisitos enunciados. En consecuencia, si no se observa la restricción estatutaria, habrá que entender que la transmisión no tiene lugar por no haberse completado el supuesto de hecho al que el ordenamiento anuda la transmisión de la propiedad de un bien o derecho. Aunque haya título y modo – art. 609 CC - el que transmitió no tenía capacidad para disponer.

Hay que entender que las restricciones impiden la transmisión absolutamente, es decir, tanto frente a la sociedad como frente al resto de los afectados (STS 24-II-2011) Esto vale tanto para las cláusulas de autorización como para las cláusulas que atribuyen un derecho de adquisición preferente a otros socios o a la sociedad (las cláusulas de adquisición preferente llevan ínsitas una autorización cuya denegación se expresa mediante el ejercicio de la preferencia).

El vendedor no podrá transmitir la propiedad pero responderá por incumplimiento frente al comprador que ve frustrada la adquisición

ADQUISICIÓN DE ACTIVOS

Adquisición de los activos y, en su caso, pasivos relativos a la empresa (asset deal) produciéndose un cambio de titularidad de los bienes.

Supone la adquisición directa de los activos – y en su caso, pasivos- expresamente pactados por las partes, delimitando los elementos que constituyen la compraventa y evitando negociar la adquisición con los distintos socios.

Requerirá de acuerdo expreso al ser competencia de la Junta General si se trata de activos esenciales o relevantes para la empresa por lo que es habitual que el comprador exija un acuerdo de Junta.

Las joyas de la corona.

SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 21 DE DICIEMBRE DE 2009.

Se examina una compraventa del 100% de las acciones de la sociedad adquirida en lugar de los activos (hotel) que era lo realmente querido por el comprador. El edificio tenía aluminosis. El Tribunal Supremo casa la sentencia y le dice al comprador que lo que compró fue acciones.

La sentencia destaca lo que expresamente declara el documento privado de la misma fecha, 7 de noviembre de 2001

, que es el móvil, lo que nadie discute. El móvil era la explotación del hotel y es cierto que ello era lo que quería la sociedad compradora. Pero tanto en la escritura pública, como en el documento privado, se dice clara y rotundamente, que -literalmente- "... han transmitido en el día de hoy a la mercantil GRENTIDEM, S.L. la totalidad de las acciones que componen el capital social de la compañía SASOTOVI, S.A. por el precio..." y añade: "la sociedad SASOTOVI, S.A. es propietaria de la finca... edificio hotel, denominado Hotel Bel Air". Poner en duda el objeto de la compraventa implica un salto en el vacío, que no tiene base legal alguna. La compra de las acciones todas de una sociedad que significa hacerse titular de la misma, significa que todos sus bienes, derechos y obligaciones quedan bajo control y uso y disfrute del adquirente, pero el propietario de éstas no es el adquirente, sino la sociedad adquirida.

La compra de las acciones todas de una sociedad que significa hacerse titular de la misma, significa que todos sus bienes, derechos y obligaciones quedan bajo control y uso y disfrute del adquirente, pero el propietario de éstas no es el adquirente, sino la sociedad adquirida.

Por ello, no puede afirmarse que el objeto de la compraventa fue un hotel, ya que quedarían fuera del contrato los demás elementos patrimoniales que formaban el patrimonio de la sociedad adquirida. Cuando la sentencia recurrida hace referencia al móvil, yerra ya que éste es intrascendente para el derecho a no ser que se incluya como condición o que se llegue a integrar en la causa, como móvil causalizado. (Jesús Alfaro)

La sociedad demandante quiso explotar un hotel y, de entre las varias opciones jurídicas para ello (compraventa, arrendamiento, usufructo, etc.) eligió una, que fue la adquisición de la sociedad que era propietaria del mismo. No pretenda ahora, convertir su negocio jurídico de compra de las acciones de una sociedad, en el negocio jurídico de compra de un inmueble que era, entre otras cosas, propiedad de la sociedad.

5. Régimen fiscal

TRIBUTACIÓN DIRECTA DE LA COMPRAVENTA DE ACCIONES

Tributación del vendedor:

- Si es persona física residente, tributa en el IRPF al 19% por los primeros 6.000 euros, y al 21% por los restantes, en función de la antigüedad.

- Si es persona jurídica residente: al 30% con posible aplicación de la deducción por doble imposición y de la deducción por reinversión.

- Si es no residente: 19% con posibilidad de no tributación (exención del IRNR o Convenio de Doble Imposición).

Tributación del comprador:

- El sobreprecio satisfecho en relación con los fondos propios de la participada (fondo de comercio financiero)

  no es fiscalmente deducible. Excepción: legislación del IS del País Vasco y entidades no residentes.

- Normalmente, no soporta tributación indirecta, salvo inmobiliarias

TRIBUTACIÓN DIRECTA DE LA COMPRAVENTA DE ACTIVOS

Tributación del vendedor:

En el ámbito del IS, tributa por diferencia entre el valor neto contable de los activos y pasivos transmitidos y su valor

de mercado, que incluye el fondo de comercio y el resto de plusvalías tácitas, al 30%.

Si hay inmuebles, tributación por IIVTNU: grava el incremento de valor del inmueble puesto de manifiesto como consecuencia de transmisión de su propiedad o constitución o transmisión de derecho real sobre el mismo.

TRIBUTACIÓN INDIRECTA

Tributación del comprador:

En el ámbito del IS, el fondo de comercio es fiscalmente deducible, con el límite anual máximo de la veinteava parte de su importe, siempre que el transmitente no sea otra sociedad del mismo grupo mercantil.

Dotación de reserva indisponible por el importe fiscalmente deducible en los términos de la legislación mercantil.

Compraventa de activos:

La operación no estará sujeta a IVA si se trata de una "unidad económica autónoma capaz de desarrollar una actividad empresarial o profesional por sus propios medios, con independencia del régimen fiscal que a dicha transmisión le resulte en el ámbito de otros tributos". Posible discrepancia de interpretación por la DGT: unidad económica (IVA) vs. rama de actividad (IS). En caso contrario, sujeción al tipo general del 21%.

- Si se transmiten inmuebles habrá tributación por TPO (normalmente un 7%), salvo que haya renuncia a la exención en IVA.

Compraventa de acciones:

Exenta de IVA. Atención artículo 108 de la Ley del Mercado de Valores (TPO)

6. Las partes

Representantes y poderes. Verificación de capacidad y suficiencia de los firmantes, teniendo que comprobar la legitimidad del firmante para suscribir los documentos, escrituras y anexos, examinando la representación legal orgánica (órgano de administración) o la voluntaria (apoderados con facultades suficientes.

La firma sin poderes: suspensión, adhesión o ratificación son las soluciones. Consejo: irrevocabilidad del poder pasado un plazo evitando la indefinición del 1259 del Código Civil.

Prever los efectos de la falta de adhesión, aquel al que se espera pero que ha reservado su consentimiento (Las soluciones han de preestablecerse bien mediante la frustración de la compraventa o bien prescindiendo del no adherido) tanto en la parte compradora como en la vendedora.

Identificación de los firmantes. NIE para los extranjeros (otorgamiento de Escritura Pública)

7. Diferentes contratos de partida según a la parte que representamos.

Modelo comprador/vendedor.

Modelo % de adquisición (adquisición del 100%, porcentaje de control adquisición minoritaria).

Tipología del accionariado de target (filial, 100% de grupo, empresa familiar, accionariado disperso, sociedad cotizada).

Compradores Estratégicos: Se denomina compradores estratégicos a aquellos que desarrollan sus actividades en una industria determinada y tratan de permanecer en ella y consolidarse en el mercado pudiendo ser competidores directos del vendedor o bien querer posicionarse en un sector determinado.

Compradores Financieros: Se caracterizan por adquirir una empresa con el objetivo de incrementar su valor y luego venderla a un precio superior. En este tipo de operación es fundamental, antes de realizar la compra, saber de qué forma se puede salir del negocio, siendo ésta, la principal diferencia con los compradores estratégicos. Ejemplo: operaciones de capital riesgo.

Estos objetivos diferentes, tienen en común la necesidad de agregarle valor a la empresa adquirida. Las fusiones y adquisiciones son una buena idea cuando el valor de mercado de la empresa combinada es mayor que el valor de las dos sociedades independientemente consideradas, cuando el resultado es superior a la suma de las partes, se dice que se ha producido sinergias . De la misma forma, todas las fusiones y combinaciones de empresas tienen un potencial para eliminar la competencia entre ellas, motivo por el cual algunas operaciones de concentración empresarial son objeto de revisión por las autoridades de competencia.

Titularidad de las acciones/participaciones

- El comprador está interesado en adquirir las acciones
- El vendedor está interesado en vender las acciones
- Objeto del contrato: compraventa de acciones

EL PROCESO DE ADQUISICIÓN DE EMPRESA

El proceso de adquisición de una empresa, atraviesa distintas fases que van desde el análisis previo a la toma de inversión o desinversión hasta la consumación o cierre (closing). Cada proceso de adquisición es único por los elementos que confluyen.

La duración dependerá de la complejidad de la operación:

- Tamaño de la empresa
- Situación de la empresa y del mercado
- Partes implicadas (número y afinidad)
- Autorizaciones administrativas necesarias para la adquisición.

OPERACIONES

a) Auction process o beauty contest (subasta) a instancia de comprador (inversión) o vendedor (desinversión). Interesa al vendedor.

b) One to one (negociación bilateral) operaciones con un solo comprador sin subasta.

c) Distressed compraventa de empresas en crisis.

AUCTION (SUBASTA)

Concepto: proceso de subasta o concurso privado entre varios inversores para la venta de una empresa ("target"). Lo inicia el vendedor.

Fase preliminar:

- Análisis financieros, estratégicos y jurídicos sobre la viabilidad de la operación proyectada y, en su caso, toma de la decisión previa para llevar a cabo la operación y una valoración de target.
- Designación de asesores
- Búsqueda de rango de precio o fairness opinion para la razonabilidad de la propuesta.
- Vendor´s due diligence
- Diseño de la estructura de venta
- Posible saneamiento o reestructuración de la empresa
- Documentos descriptivos de la operación:
- Perfil ciego o teaser: documento anónimo con aspectos básicos de la misma
- Cuaderno de venta o "infomemo" tras la firma de un acuerdo de confidencialidad se entrega a los potenciales compradores con una descripción detallada y exhaustiva de la empresa.
- Selección e identificación de los potenciales compradores para invitarlos a la subasta.

Invitación a participar en el proceso:

Envío del teaser y de un acuerdo de confidencialidad a los potenciales interesados (bidders) con datos sobre la transacción que se pretende.

- Manifestación de interés de los Bidders. Manifiestan de forma preliminar el interés en participar en el proceso de venta. El Asesor Financiero realiza una primera selección entre los Bidders que han manifestado su interés.

- Carta Invitación Preliminar. A los Bidders seleccionados se les remite una carta de invitación preliminar al proceso de venta. En la misma se describe también brevemente el proceso de venta y las fases de las que consta.

- Acuerdo o Carta de Confidencialidad. La firma cada uno de los Bidders invitación al recibir la carta de invitación preliminar. Tras su firma, el Asesor Financiero les remite el denominado "Information Memorandum" o cuaderno de venta.

- Carta Oferta Indicativa, por los Bidders para la adquisición de la Target. No es vinculante. Asesor Financiero y Vendedor seleccionan las más atractivas.

Segunda ronda:

- Carta de Invitación a la Segunda Ronda. A los Bidders seleccionados, se les remite una segunda carta de invitación. Desarrolla, en detalle, el procedimiento a seguir.

- Se les proporciona un borrador del Contrato de Compraventa.

- Auditoría legal y financiera. Por los Bidders y sus asesores.

- Carta Oferta Vinculante. Los Bidders realizan su última oferta definitiva y vinculante. Incluyen los comentarios que proponen al borrador de contrato de compraventa del Vendedor.

- Decisión de los Vendedores. El Vendedor elige la oferta que considera más atractiva y tiene lugar la negociación y, en su caso, el cierre de la operación.

SIGNING

Compraventa con "signing" y "completion"

a. Signing

1. Determinar las condiciones suspensivas/resolutorias. Cláusulas penales, en su caso.

2. Establecer las reglas del periodo interino.

3. Cláusulas de ajuste al precio.

4. Otorgar manifestaciones y garantías (Repetición).

b. Periodo interino

1. Obligaciones de información del vendedor.

2. Realización/finalización de auditorías legales y financieras adicionales (i.e. valoraciones de caja, deuda neta, etc...).

3. En su caso, realización de actuaciones para completar el perímetro de la operación.

c. Completion. Además de los elementos propios del contrato de compraventa ordinario (según el apartado 2 anterior), destacar:

1. Cumplimiento de las condiciones. Entrega de los documentos acreditativos.

2. Pago del precio.

3. Reiteración de las manifestaciones y garantías.

4. Elevación a público del contrato de compraventa.

8. Definiciones

- Gran importancia práctica
- Objeto de negociación
- OCB, MAC, Perjuicio, personas vinculadas, etc.
- Reglas de interpretación
- Aplicabilidad del art 1281 CC y ss (literalidad, intención, sentido más adecuado del término, sentido del conjunto)
- Exclusión 1282 CC (intención según los actos de los contratantes coetáneos y posteriores)
- Exclusión del 1287 (interpretación según costumbre)
- Exclusión del 1289 CC (reciprocidad de intereses)

9. Control de concentraciones empresariales

Dentro del marco del Derecho de la competencia, va cobrando importancia el control preventivo de las concentraciones económicas para garantizar la competencia efectiva en el mercado y el buen funcionamiento de éste, subordinando la realización de este tipo de operaciones a una autorización administrativa que se otorgará en función de criterios concurrenciales para lograr que la estructura del mercado sea lo más competitiva posible, evitando barreras de entrada o concentración de poder de mercado. La importancia viene dada por un lado por las onerosas consecuencias de la infracción normativa y por otro por que no puede ser ejecutada la operación hasta obtener la preceptiva autorización con las consecuencias prácticas que ello genera.

Concentración: Puede entenderse desde el punto de vista formal (figuras jurídicas que pueden emplearse para una integración económica) o por los resultados económicos de la operación que conllevan la pérdida de la independencia económica, bajo una única unidad de dirección o de control, este es el criterio que debemos seguir.

“Modificación duradera y permanente de la estructura de control de dos o más operadores económicos que con anterioridad eran independientes, con establecimiento de una unidad de control aunque se mantenga su personalidad jurídica ” (LDC).

Se controlan ex-ante, entre otras:

- Fusión entre empresas anteriormente independientes
- Adquisición de control exclusivo
- Adquisición de control conjunto
- Cambios en la estructura de control
- Creación de una empresa en participación de plenas funciones
- Desconcentración y segregación de empresas
- Permuta de activos

El objeto del control no tiene porqué ser necesariamente una empresa puede extenderse por ejemplo a :

- Un paquete de acciones
- Activos
- Rama de actividad
- Derechos de propiedad intelectual / Industrial Decisiones estratégicas que confieren control:
- Aprobación plan de negocio
- Aprobación presupuesto anual
- Nombramiento de mayoría de consejeros O incluso, en determinadas circunstancias:
- Inversiones esenciales para el negocio
- Derechos específicos en relación con un mercado dado – decisiones sobre innovación, tecnología.

Perímetro

Adquisición de activos: la parte compradora

Adquisición de acciones: las empresas sometidas al control de la parte compradora tras la operación.

Es obligatorio notificar con carácter previo a la realización de la operación las concentraciones que cumplen determinados umbrales (la notificación tiene efectos suspensivos). El incumplimiento lleva aparejado sanciones relevantes y puede ser sancionado con hasta un 5% del volumen de negocios de las empresas infractoras o alcanzar hasta el 10% del volumen de facturación, en el ámbito comunitario.

La norma es ajena a la culpa y presume que las empresas son capaces de determinar previamente si una operación está o no sujeta a notificación por lo que el incumplimiento deliberado o no, es irrelevante.

Ejemplos: UE: CNR/Electrabel – 20 M€; ESPAÑA: ACS/Dragados (vol. negocios) - 1 M€

Principio "One stop shop" (concentraciones con dimensión europea: autoridad única Comisión Europea) revisar umbrales comunitarios y si no se superan los umbrales europeos umbrales nacionales de los Estados miembros.

Operaciones internacionales: es preciso analizar también los umbrales de países no pertenecientes a la Unión Europea (Brasil, EEUU, Australia...).

Umbrales en España CNC. Volumen de negocios y, o cuota de mercado.

a) Cuota de Mercado: Cuando, como consecuencia de la concentración, se adquiera o incremente una cuota de mercado igual o superior al 30% del mercado relevante del producto o servicio o en un mercado geográfico definido dentro del mismo (excepción PYMES: 10mE cuota < 50%).

b) Volumen de negocios: Que el volumen de negocios global de los partícipes en España, supere en el último ejercicio contable ventas superiores a 240 millones de euros , siempre que dos de los partícipes que realicen individualmente en España un volumen de ventas superior a 60 millones de euros.

- Umbrales CE. Sólo volumen de negocios.
- Volumen de negocios mundial conjunto 5.000 millones 2500 millones regla de los dos tercios.
- Volumen de negocios en la UE 2 E afectadas 250 millones y 100 millones
- Volumen de negocios en 3 EM Conjunto 100 millones
- Volumen de negocios en 3 EM 2 E afectadas 25 millones

Si una operación cumple los umbrales Comunitarios, la competencia para su control se ejercerá exclusivamente por la Comisión Europea, salvo en el caso de remisión de la Comisión a España.

10. Delimitación del mercado relevante

Importante determinar el mercado relevante de la operación (aquel donde se combinan mercado de producto o servicio (que los consumidores consideren homogéneos e intercambiables por sus características, precio o uso) y área geográfica de referencia donde las empresas afectadas desarrollan el suministro o la prestación del servicio).

Delimitado el mercado relevante analizaremos la posición del nuevo operador económico y la estructura del mercado, analizando si el resultante, tendrá o no poder de mercado.

- Condición suspensiva
- Validez de la compraventa

En las obligaciones condicionales la adquisición de los derechos, así como la resolución o pérdida de los ya adquiridos, dependerán del acontecimiento que constituya la condición. Las obligaciones de dar se retrotraen 1120 CC. "Los efectos de la obligación condicional de dar, una vez cumplida la condición, se retrotraen al día de la constitución de aquélla"

11. Formalidades básicas de un spa

La compraventa de participaciones ha de ser formalizada en documento público y anotarla en el Libro Registro de socios previa notificación a la sociedad de su transmisión. En determinados supuestos (acciones al portador) se exige la intervención de fedatario público para formalizar la transmisión de acciones. En el caso de acciones nominativas habrá que anotar la transmisión en el Libro Registro de Acciones Nominativas.

No siendo preceptivo, es frecuente que las partes formalicen la compraventa ante fedatario o que eleven a público el contrato privado de compraventa al dotarlo de mayor seguridad permitiendo. la vía ejecutiva.

- Declaración o pérdida de unipersonalidad. Cambio de socio único e inscripción en el Registro Mercantil.

- Identificación del nuevo titular real a efectos de blanqueo de capitales.

La toma de posesión justifica la obligación de entrega tanto de las actas de las reuniones del órgano administrativo como de la Junta General, renuncias a los cargos de los administradores y la convocatoria de una nueva Junta General Extraordinaria para el nombramiento de nuevos cargos, notificaciones y renuncias de los apoderamientos conferidos así como de los balances e informes de auditores.

La transmisión de determinados activos, exige escritura pública si bien lo frecuente es que las partes formalicen la compraventa ante fedatario o que eleven a público el contrato privado de compraventa.

Inscripción de determinados activos en los registros correspondientes.

12. Factores que influyen en la configuración

- Estructura del proceso de venta: Proceso one to one/auction process o beauty contest (subasta privada)

- Parte que inicia el proceso : Comprador/vendedor

- Circunstancias relativas al vendedor : Único/Varios. Socios Único/Socios mayoritarios. Gestor/No Gestor

- Circunstancias relativas al comprador : Único/Varios. Industrial/Competidor/Financiero. Directivos/ No directivos

- Objeto de la adquisición: Empresa único/grupo de empresas. Acciones/Activos y pasivos. Sociedad Cotizada/ no cotizada. Sector regulado o no

- Fijación y pago del precio: Fijo/Variable. Ajustes al precio/sin ajustes. Necesaria financiación/sin financiación

- Garantías por vicios ocultos: Garantizados/no garantizados

13. Acuerdos de confidencialidad

Sentido y finalidad. Durante la fase de negociaciones, se produce entre las partes un intercambio de información sobre el objeto de la operación que sirve de base para el posicionamiento de cada una de ellas en los tratos que preceden a la firma del acuerdo final. En muchas ocasiones, la información intercambiada

resulta sensible y su difusión o empleo por la contraparte en el caso de que las negociaciones no lleguen a buen término o por otras razones puede conllevar perjuicios para el titular de dicha información. En esta tesitura y dado que los tratos preliminares no obligan necesariamente, a la conclusión del contrato proyectado, en previsión de una posible ruptura de las negociaciones, se hace necesario preservar la confidencialidad de la información facilitada en esa fase preliminar.

Recoge los compromisos de las partes sobre la información confidencial suministrada durante el proceso (propietario emisor y destinatario) La jurisprudencia STS 02/02/1999, 03/06/98 y 08/02/96 lo enmarca dentro de los llamados tratos preliminares.

Obligación de confidencialidad pre-contractual (comprador) y post-contractual (vendedor) con obligación de no competencia que de no cumplirse puede frustrar el fin negocial.

Problemas de desvelar contratos con terceros que ya incluyen cláusulas de confidencialidad.

La información más sensible suele dejarse para el final (secretos empresariales y elementos no conocidos por los competidores que otorgan una ventaja en el mercado)

No son confidenciales las informaciones que son ya públicas o que se hacen públicas sin que uno de los puntos antes mencionado haya sido violado o publicado por terceros y sin que una declaración de confidencialidad haya sido violada. Es la misma cosa para las informaciones hechas públicas por el vendedor.

La propiedad de la información es de la sociedad emisora.

Algunas características comunes contempladas en un acuerdo de confidencialidad son: Las partes afectadas por la confidencialidad (One Way-Mutual NDA)

La definición de confidencial, puede incluirse una lista de documentación o información que explícitamente se considere confidencial. Es conveniente recoger además una definición genérica que comprenda todo tipo de información no pública y con valor comercial.

Las excepciones , (I) bien de carácter subjetivo, por ejemplo, en relación con los asesores externos de la parte receptora –bancos, abogados, consultores-, que deberían en tal caso asumir compromisos de confidencialidad análogos al acuerdo de confidencialidad entre las partes, bien (ii) de carácter objetivo, en virtud de mandato legal o resolución judicial o administrativa. En ambos casos, la parte emisora de la información confidencial deberá conocer anticipadamente las razones de la comunicación de la información confidencial a terceros.

El tiempo durante el cual se debe mantener la confidencialidad, especialmente tras una eventual ruptura de las negociaciones, de forma que se evite cualquier fuga de información confidencial cuando todavía posee valor comercial en el mercado.

- Principales obligaciones del receptor

- Uso limitado a la evaluación de la operación.

- No revelar a terceros y restringir el acceso a determinadas personas o cargos.

Proteger debidamente la información y prohibición de hacer copias, así como devolver o destruir la información confidencial (exigir certificado de cumplimiento del órgano de Admón.) Convendrá estipular la obligación del receptor de restituir –en un tiempo razonable- a la parte emisora la integridad de la información facilitada, devolviendo todos aquellos soportes físicos o digitales facilitados, así como las copias que de ellos se hayan realizado. Debería preverse, adicionalmente, la destrucción de todos

aquellos documentos que reflejen análisis o estudios realizados por la parte receptora o sus asesores basándose en la información confidencial.

Efectos. El incumplimiento de las obligaciones de confidencialidad previstas en el acuerdo tendrá en todo caso como consecuencia la obligación de indemnizar los daños y prejuicios causados a la otra parte, sin perjuicio de la acción de restitución que, en su caso, pudiera proceder.

Podría asimismo incluirse en el acuerdo una cláusula penal que obligara a abonar a la parte incumplidora una determinada cantidad que se sumara a la indemnización por daños, aunque la inclusión o no de esta cláusula dependerá naturalmente del poder negociador de la parte emisora de la información confidencial.

Cada una de las Partes ha acordado poner a disposición de la otra Información Confidencial, solamente para hacer posible la valoración de la Operación

Tendrá la consideración de "Información Confidencial", toda documentación e información (de tipo económico, financiero, técnico, comercial, estratégico o de otro tipo), proporcionada de cualquier forma (oral, escrita o en cualquier soporte) y en cualquier momento, ya sea con anterioridad o posterioridad a la firma de este Acuerdo, por la Sociedad Emisora o por cualquier persona física o jurídica que actúe en su nombre o por su cuenta, a la Sociedad Receptora. Asimismo se considera Información Confidencial cualquier análisis, recopilación, estudio, resumen, extracto o documentación de todo tipo elaborado por cualquiera de las Partes o por ambas conjuntamente, a partir de la Información Confidencial revelada por cualquiera de las Partes.

No tendrá la consideración de Información Confidencial:

1. La que haya sido publicada con anterioridad a la fecha de la firma de este Acuerdo, o que llegue a ser pública, salvo que adquiera este carácter a causa de un incumplimiento del Acuerdo imputable a la Sociedad Receptora o a su Personal;

2. La información no confidencial de la que la Sociedad Receptora dispusiera con anterioridad a que la Sociedad Emisora se la proporcionase, o haya sido conocida de forma independiente por la Sociedad Receptora, siempre que este hecho sea puesto de manifiesto a la Sociedad Emisora;

3. Aquélla que sea recibida a través de terceros sin que implique incumplimiento de este Acuerdo.

14. Conversaciones iniciales

El proceso parte de la manifestación de posible interés en comprar/vender con un sondeo del verdadero interés y ver dentro de las expectativas los términos en que se llevaría a cabo para que resultara satisfactoria. (Estimación de un precio orientativo sujeto a determinados parámetros o ajustes o estimación según una horquilla de precios y a la verificación posterior de la compañía que puede dar lugar a ajustes, perímetro de la transacción (permanencia gestores, filiales, no competencia tras la adquisición).

En la primera toma de contacto, ambas partes tratarán de determinar si existe interés mutuo en llevar a cabo la operación y los términos en que ésta podría llevarse a cabo para ser satisfactoria para el interés de ambas partes.

- Fase 1: Contactos preliminares entre las partes / estudio y análisis de la operación por el cliente (abogado no suele intervenir)

- Fase 2: Kick-off meeting el cliente informa al abogado de la operación que se pretende llevar a cabo.

15. Carta de intenciones

Llamados usualmente en la práctica con expresiones equivalentes tales como Letter of intend (LOI) , Principle´s agreement , head of agreement o memorandum of understanding (MOU)

Documento unilateral o bilateral, atípico en el que una o ambas partes de una negociación:

Declaran una intención, deseo o compromiso de comenzar o continuar una negociación que acabe con un acuerdo definitivo de compra.

Delimitan el conjunto de puntos sobre los que se deberá alcanzar un acuerdo satisfactorio, y, eventualmente adelantan una cifra aproximativa del precio de las acciones/activos.

Ordena y facilita el proceso de negociación.

Puede presentarse como una oferta condicionada a eventos futuros, como una cláusula meramente desiderativa o como una carta con efectos vinculantes y obligatorios o como ambas. Contiene declaraciones de distinto valor (binding/ non binding clauses) en las que la aceptación las convertirá o no en contratos.

Tiene como rasgos identificativos:

a) Es un documento privado que regula el proceso negociador y algunos aspectos del contrato proyectado como su objeto.

b) Constituye un contrato distinto del contrato proyectado, pero integrante de los tratos preliminares de éste.

c) Su objeto es la negociación de un futuro contrato de buena fe según el procedimiento establecido en el acuerdo de intenciones.

d) El tipo de contrato que se va a negociar suele estar fijado, incluyendo en algunos casos determinados aspectos suyos como su objeto..

e) Se establecen una serie de regulaciones sobre la negociación, como la prohibición de negociar con terceros, la duración de la negociación, cláusulas penales por los incumplimientos, hitos del proceso negociador, etc.

La jurisprudencia ha definido los pactos o acuerdos de intenciones. En la STS de 11 de abril 2000: «No era tal sino un pacto de intenciones, un acuerdo de futuro que no llega, por falta de configuración definitiva, al precontrato unilateral que es la opción y constituye jurídicamente unos tratos preliminares que no vinculan en su eficacia contractual».

Esta figura precontractual es fruto de la libertad contractual de los particulares contemplada en el artículo 1.255 del Código Civil los cuales tienen sustantividad propia respecto al posterior y eventual contrato.

De faltar una cláusula de no vinculación que determina el alcance de la misma, la obligatoriedad o no, tendrá que inferirse vía interpretación, no obstante puede probarse por otros medios la verdadera voluntad de las partes (Falsa demonstratio no nocet). Por tanto dicha cláusula no tiene alcance normativo sino interpretativo.

Suelen tener contenido obligacional cláusulas tales como la exclusividad a favor de un oferente (lock out agreement), el suministros de información y documentación, la confidencialidad, la resolución de conflictos y el reparto de gastos y es vital su redacción para calificarla como vinculante o no, especialmente respecto a su posibilidad de retirarse de la negociación sin que pueda imputarse la ruptura de compromisos o la traición de la legítima confianza depositada.

Recordad que estamos en una fase muy preliminar de la operación (queda la Due Diligence y la negociación del contrato) y nuestro cliente (especialmente si es el comprador) todavía no sabe si quiere o no comprar y en que condiciones.

No obliga a celebrar un contrato y consecuentemente, en principio no da lugar a responsabilidad extracontractual aunque su incumplimiento en determinadas circunstancias, podría dar lugar a una responsabilidad extracontractual (1902 CC). Indemnización de los gastos y costes incurridos.

La jurisprudencia ha aclarado que la vulneración del principio de buena fe y una ruptura injustificada de las negociaciones no generan un derecho de indemnización per se, ni tampoco implican la existencia de un contrato o un precontrato. Ante la ausencia de regulación, siguiendo numerosas sentencias como la STS de 14 de junio 1999, puede decirse que los requisitos para conceder tal indemnización son que la ruptura sea antijurídica:

1. Razonable situación de confianza con respecto a la plasmación del contrato.

2. Carácter injustificado de la ruptura.

3. Resultado dañoso y efectivo para una de las partes.

4. Relación de causalidad entre el daño y la confianza.

16. Due diligence

Por «Due Diligence Inquiry » se entiende aquella investigación llevada a cabo por un equipo de expertos, encaminada a valorar y analizar el conjunto de aspectos que conciernen a la sociedad a adquirir, la cual ha de garantizar y soportar el contenido del contrato de compra, en previsión a posteriores incidencias no contempladas en los acuerdos. La profundidad y tiempo necesario para llevar a cabo el trámite de la «Due Diligence», debe contemplarse en la Carta de Intenciones; a veces si es necesario, añadiendo una cláusula de confidencialidad, y especificando la relación de aspectos que deben ser objeto de examen (due diligence report list).

El objetivo fundamental es determinar los posibles riesgos existentes (contingencias) en la empresa que ha sido objeto de la Due Diligence incluyendo la cuantificación de dicho riesgo y la probabilidad de que ese riesgo o posible acontecimiento suceda.

Como regla general, el comprador puede determinar cuál es el objetivo de la Due Diligence y el alcance de la misma (scope) con especial fijación en aquellos aspectos que puedan tener un impacto en el valor de la sociedad o de los activos y pasivos que sean adquiridos en relación con el método elegido para valorarla.

Alcance según el scope y el tiempo, hacer constar todas las circunstancias del proceso.

En toda transmisión que conlleve una transmisión de activos, habrá normalmente varios tipos de riesgos (cargas y gravámenes, valor del activo, pasivos ocultos).

La due diligence es muy útil para detectar todos riesgos, en concreto la due diligence legal sirve para obtener información de los distintos factores legales de la empresa objeto y los distintos extremos que han de considerarse a la hora de realizar la compraventa o la inversión y permitirá comprobar las asunciones hechas por el vendedor o acordadas por el comprador. Una vez cerrada una operación, el informe de due diligence es una herramienta útil para la gestión y dirección de la sociedad.

Para el vendedor puede ser muy beneficioso preparar una vendor´s due diligence que prepare la compraventa, maximice el valor de la venta y minimice los riesgos asociados a la misma.

Cuanto antes se realice una due diligence, antes obtendrá el comprador ponerse en igualdad frente al vendedor que es el único conocedor de la sociedad, si bien este momento suele ser cuando la hoja de ruta ya está avanzada y fijadas las bases de la transacción de una oferta seria.

Desde el punto de vista del comprador, en la mayoría de los casos será preferible para él, que las consecuencias económicas de los defectos más significativos de la empresa adquirida, en el caso de acontecer algún problema, corra a cargo del vendedor, aún a costa de rebajar el precio de la operación. Sin embargo es posible que ésta se realice sin ninguna clase de riesgo, y por otra parte en una negociación tampoco se puede hostigar a un vendedor, con minuciosos y pequeños problemas de trascendencia inmaterial. Además cuando una operación de compra se negocia en competencia con otros ofertantes, o con la hostilidad de la dirección o de ciertos accionistas minoritarios, es difícil tratar sobre ciertas menudencias. Así pues, en la práctica el comprador ante su deseo de adquirir la compañía debe asumir ciertos riesgos.

Es recomendable que el vendedor exija, con carácter previo a la iniciación de este proceso, en la propia carta de intenciones o en documento aparte que el comprador asuma un compromiso de confidencialidad e igualmente el comprador puede exigir un compromiso de exclusividad por el cual el vendedor se comprometa a no negociar o a concluir una compraventa o transacción similar durante un periodo de tiempo determinado, siendo el plazo fundamental para la redacción de esta cláusula (lock out agreement).

La obligación del vendedor de suministrar información .

Con la due diligence se pueden presentar problemas cuando la información suministrada es omitida, inexacta o ha existido ausencia de buena fe (presunción legal) por lo que suele ser habitual que las partes incluyan a modo de estipulaciones la limitación de responsabilidad respecto a las informaciones facilitadas.

El dolo grave que afecte a determinadas cláusulas o manifestaciones puede conllevar la nulidad de todo el contrato. Se tendrá que probar pues la existencia de dolo o la falta de buena fe

Determinados contratos llevan cláusulas de confidencialidad que necesitarán el consentimiento de la otra parte para poder ser suministrado si bien en muchas ocasiones se utiliza el borrador de datos confidenciales de los contratos y se facilitan para ser revisados.

Debe ponerse énfasis en :

- Confirmar la titularidad de las acciones/activos y pasivos objeto de la operación
- Verificar las cargas y gravámenes que puedan afectar al valor de las acciones/activos y pasivos
- Restricciones a la transmisibilidad de las acciones/activos y pasivos y derechos de preferencia
- Determinar si existen o no pasivos ocultos
- Identificar cláusulas de cambio de control

- Identificar cláusulas que impidan o restrinjan la cesión de contratos relevantes

- Revisar los covenants de los contratos de financiación y renegociar la misma.

- Identificar los consentimientos y autorizaciones necesarios que han de obtenerse para la operación. Timo del nazareno.

El informe de due diligence describirá la operación, las áreas que han sido objeto de revisión, los documentos revisados, los documentos no facilitados y las personas que han tenido acceso a la información. Es importante hacer un executive report en el que se describan de forma abreviada y sintética las principales averiguaciones y contingencias identificadas en el due diligence.

Due diligence request list

Artículo 1484 Código Civil

El vendedor estará obligado al saneamiento por los defectos ocultos que tuviere la cosa vendida, si la hacen impropia para el uso a que se la destina, o si disminuyen de tal modo este uso que, de haberlos conocido el comprador, no la habría adquirido o habría dado menos precio por ella; pero no será responsable de los defectos manifiestos o que estuvieren a la vista, ni tampoco de los que no lo estén, si el comprador es un perito que, por razón de su oficio o profesión, debía fácilmente conocerlos.

El due diligence servirá para :

- La redacción y negociación de las manifestaciones y garantías ("R&W) del vendedor.

- La valoración de las excepciones que haga el vendedor a dichas manifestaciones y garantías ("disclosures").

- La negociación de asuntos/contingencias respecto de los cuales el comprador pretenda quedar totalmente indemne ("indemnities").

- La introducción de las condiciones suspensivas o resolutorias necesarias.

Una vez finalizado el proceso de revisión, los asesores elaborarán un informe detallado en el que se recogerán todos los aspectos revisados y las conclusiones alcanzadas. En cuanto a su estructura, es frecuente que el informe se divida en las siguientes partes:

- Una breve introducción sobre el objeto, alcance y razón del trabajo llevado a cabo y un resumen con el fi n de dar a conocer al comprador los principales aspectos que deben centrar su atención.

- La parte central o cuerpo del Informe que se suele dividir en cada una de las áreas jurídicas que han sido analizadas, siguiendo el mismo orden sistemático que el del cuestionario preliminar.

Dentro de cada capítulo se incluye: Un resumen de cada elemento examinado (activos, inmuebles, contratos, etc.). La relación de documentación e información utilizada para su examen.

Un análisis jurídico del aspecto en cuestión.

- Las conclusiones de cada uno de los capítulos o partes en que se divide, en las que se resume.

- Las principales irregularidades o aspectos negativos detectados.

- Sus eventuales consecuencias jurídicas.

- Las posibilidades de solucionar o paliar aquéllos antes de la consumación de la adquisición.

Al informe siempre se adjuntan como anexos los datos o información facilitada por la sociedad objeto de revisión a lo largo del proceso, cuya constatación o conocimiento se considera relevante para la adopción de la decisión de compra.

Cuando el objeto de la revisión es complejo, el informe de due diligence resultante es muy voluminoso, por lo que suele redactarse un resumen esquemático (executive summary), en el que aparecen claramente extractadas las conclusiones y recomendaciones finales, de forma que por medio de un simple vistazo podamos obtener la información necesaria para adoptar la decisión pretendida

1. Fase preliminar En la que se determina el objeto y alcance del trabajo.

2. Fase de Investigación En la que se recopila toda la información necesaria para el trabajo.

3. Fase de revisión de la información En la que se revisa la información aportada por la compañía.

4. Fase de revisión de operaciones Donde se evalúa las operaciones principales de la compañía.

5. Fase de revisión del cumplimiento de aspectos legales En determinado tipo de trabajos se aprovecha la Due Diligence para la redacción de contratos que generen garantías e identifiquen y acoten los riesgos de la transacción.

6. Fase de emisión de informes En la que se genera el informe resumen del trabajo realizado y sus conclusiones.

17. Conditions precedents

Existen una serie de actos que deben efectuarse de forma simultánea al cierre, los cuales vienen configurados como conditions precedents y se tratan de auténticos presupuestos legales de eficacia (conditio iuris) sin cuyo cumplimiento no puede tener lugar el cierre y son aquellos actos que interesan al vendedor o al comprador, así por ejemplo la novación subjetiva en los avales o garantías personales emitidos por el vendedor para operaciones de la sociedad target.

Estas condiciones, legales por estar exigidas por la normativa y suponen la obtención de autorizaciones (competencia, adquisiciones en el sector de la Banca y de los Seguros), permisos, o convencionales, fijadas por las partes para preparar la empresa, para cumplir con la estructura de la transmisión, las misceláneas (que el negocio haya funcionado dentro de su ordinarty course of business, la veracidad de las manifestaciones y garantías al cierre).

- Bajo este epígrafe cerraremos una pluralidad de hechos que deben o pueden ocurrir antes del cierre, configuradas como condiciones legales o contractuales de eficacia.

Cancelación del endeudamiento de la sociedad objetivo con el vendedor y de las garantías otorgadas por este. Aprobación de la c-v por la Junta/Consejo del comprador y del vendedor.

No existencia de cambios materiales adversos en la situación financiera, operativa o de negocio de la sociedad entre la firma del contrato y la fecha de cierre. MAC.

Obtención por el comprador de la financiación necesaria. Obtención de autorizaciones regulatorias.

Veracidad, exactitud y completitud de las manifestaciones y garantías otorgadas por el vendedor en la firma y en el cierre y ausencia de omisiones acerca de informaciones que debieran haber sido tenidas en cuenta por el comprador para consumar la operación

18. Manifestaciones y garantías

La existencia de un deber de saneamiento por vicios ocultos es una característica natural al contrato de compraventa, los contratantes, pueden acordar su exclusión con algunas excepciones como son: En el caso en que el vendedor conozca los vicios ocultos (1485.II CC), aquellos casos en que la ley lo prohíba de manera concreta o cuando la renuncia atente contra el orden público.

Igualmente, las partes pueden limitar contractualmente esta responsabilidad, incidiendo en su cuantía, su duración o estableciendo circunstancias positivas o negativas que determinarán si es defectuoso o no.

Cabe igualmente pactar una agravación de la responsabilidad, tanto en lo que ha de entenderse por vicio oculto como en las consecuencias jurídicas que se derivarían.

Las manifestaciones y garantías del vendedor son declaraciones de ciencia y no de voluntad que en caso de ser falsas o erróneas, justificarían la impugnabilidad del contrato por dolo o error en cuanto ha de entenderse que su veracidad fue decisiva para mover la voluntad del comprador que obligaría al vendedor a indemnizar al comprador como si tales afirmaciones fueran ciertas o reduciéndole el precio.

Manifestaciones y garantías, es la traducción de la incorporación a los contratos de compraventa de la figura británica de la mis-representation, normalmente otorgadas por el vendedor y, en su caso, por los administradores que son los que disponen del conocimiento real de la sociedad (garantías suplementarias y solidarias).

El fundamento reside en la asimetría informativa entre el comprador y el vendedor.

En una venta de acciones, lo que el vendedor garantiza por Ley es que el objeto vendido no tenga vicios ocultos (gravámenes ocultos o que no representen el valor de la empresa) bajo la cual subyace el principio del caveat emptor (el vendedor no tiene ninguna obligación de revelar los defectos en la compañía adquirida)

Esta cláusula reviste especial transcendencia al identificar las cuestiones que el comprador y eventualmente el vendedor, han tenido en cuenta para formar su voluntad de adquisición, dejando en el contrato expresa constancia de que las declaraciones y garantías efectuadas son condición esencial, facultando al comprador a resolver el contrato por incumplimiento contractual esencial (material breach) al proporcionarse una descripción de la situación exhaustiva y veraz.

La finalidad es limitar la responsabilidad del vendedor que proporciona información sobre el estado de la sociedad o de los activos adquiridos (disclosure) asignando riesgos entre comprador y vendedor.

El vendedor garantiza la veracidad de ciertos estados de hecho que no están en condiciones de garantizar pero sin garantía propia funcionando como zona exenta la letter of discosure, asumiendo la veracidad. Sólo en específicas circunstancias se garantizan mediante específica promesa de indemnidad, condiciones que tienen especial significado para el comprador mediante cláusulas de indemnidad.

Permiten eliminar casi por completo el riesgo de que la contravención de las mismas fuera considerada como un supuesto de saneamiento por vicios ocultos, o a lo sumo, como un supuesto de reticencia dolosa del vendedor quien debería haber declarado algo y no lo hizo, y no un aliud pro alio, o cualquier otro supuesto que permitiera acudir a los regímenes generales del incumplimiento contractual.

La existencia de unas manifestaciones y garantías expresas sobre hechos o contingencias negativas que con posterioridad se revelan, permiten afirmar la existencia de un dolo in contrahendo por parte del vendedor que las ha realizado, excluyéndose sólo esta posibilidad si el comprador conocía tal circunstancia negativa, sin necesidad de que el comprador tenga que probar el fraude, la intención dolosa, o incluso el mero conocimiento del hecho por parte del vendedor.

Cuando las manifestaciones y garantías versan sobre activos sociales, el incumplimiento de las mismas supondría un supuesto de dolo in contrahendo, aunque el objeto del contrato haya sido las acciones o participaciones de la sociedad.

> «...Básicamente se quiere decir que el vendedor comunica al comprador una serie de circunstancias relativas a la empresa enajenada o a su entorno y que le asegura que son ciertas. La garantía versa sobre la veracidad, pero no se garantiza propiamente (mediante una garantía personal o real una promesa independiente) la obligación que asume el vendedor de que tales declaraciones sean veraces, o que, a su vez, sea veraz la declaración que afirma que las restantes declaraciones son veraces».

Aun cuando fuera calificable el supuesto como un caso de saneamiento por vicios ocultos, la existencia de las manifestaciones y garantías supondrían eludir la presunción de conocimiento del comprador experto y facilitar la prueba para la consideración del vendedor como vendedor de mala fe.

Si la contingencia tiene especial trascendencia para el comprador, puede intentar incluir que el vendedor garantice mediante promesa de indemnidad una cuestión específica (indemnity clause).

Las manifestaciones y garantías constituyen asignaciones contractuales de riesgos y no por tanto responsabilidad impuesta por el defectuoso cumplimiento de la obligación de informar del vendedor.

Los riesgos asignados al vendedor, son los que éste soportará, aunque el comprador hubiere tenido o podido averiguarlos durante el due diligence. Todos los riesgos pueden ser excluidos mediante Disclosure Letter y por tanto ser asumidos voluntariamente por el comprador aunque se tratare de riesgos que en ausencia de pacto, hubieran tenido que ser asumidos por el vendedor.

Es esencial introducir una cláusula de cierre que haga de entire agreement para buscar reglas analógicas que puedan derivar responsabilidad que no resulte asumida por el vendedor en la lista de manifestaciones y si el comprador está interesado en algún extremo relevante deberá intentar que se le garantice como indemnity.

Declaraciones y garantías del vendedor a favor del comprador:

Se dejará constancia de que son condición esencial para que el comprador haya prestado su consentimiento y que su incumplimiento facultará al comprador a resolver el contrato.

La inexactitud o falsedad o la omisión de determinada información dará lugar a responsabilidades del vendedor que se traducirán en ajustes de precio, obligaciones de pago o incluso la resolución del contrato.

Proporcionan una descripción exhaustiva y veraz de la sociedad o de los activos sin omitir aspectos que debieran ser tenidos en cuenta por el comprador para tomar su decisión de inversión incluyendo los aspectos negativos que puedan afectarlos de tal manera que se traspasará el riego al comprador que asumirá las circunstancias recogidas.

- Quién emite las declaraciones y garantías.
- Compraventa de acciones: los vendedores titulares de las acciones y en ocasiones los propios administradores
- Compraventa de activos: La sociedad vendedora
- Algunas declaraciones y garantías:
- Titularidad de las acciones/activos ausencia de cargas, gravámenes y derechos de terceros.
- Libre transmisibilidad de las acciones.
- Ausencia de pactos parasociales

Estados financieros fieles, exactos y completos, formulados conforme a principios contables aceptados.

Declaraciones y garantías del comprador al vendedor: que se actúa de conformidad a las normas societarias del comprador (extranjeros), que se tiene capacidad para cumplir las obligaciones del contrato, se tiene capacidad para firmar el contrato, no se requieren consentimientos, aprobaciones, autorizaciones o notificaciones, ni suponen incumplimiento de contratos o conflictos con acuerdos acordados por éste.

19. Side letters

Para facilitar la redacción y lectura de los contratos, es habitual que en el cuerpo del contrato hagamos referencia a determinados documentos que formando parte del cuerpo del mismo y con el mismo valor, se incorporarán como anexos.

El Anexo más importante suele ser el de manifestaciones y garantías, que podrá formar parte del contrato o bien llevarse a un Anexo por la extensión de las mismas, si bien lo habitual es que se lleven aquellos documentos con entidad suficiente y autónoma capaces de ser negociados de forma separada por lo que en ocasiones interesa parcelar para la negociación el contrato, llevando a Anexos determinadas partes del mismo, se trata por tanto de un elemento útil para la estrategia negociadora del contrato.

Con más frecuencia de la deseada, las partes deciden pactar determinadas cuestiones relativas a la compraventa en documentos separados al contrato, conocidos como acuerdos complementarios o “side letters” La razón de estar separados obedece a que las partes quieren mantener reservado el contenido de determinados pactos Estos documentos no forman parte del contrato, aún cuando se refieren y están intrísicamente relacionados a él por lo que no es raro que se pacte que en todo lo no previsto expresamente en los acuerdos complementarios, se regirán por lo dispuesto en el contrato de compraventa si bien debe establecerse que predomina lo dispuesto en la side letter sobre lo pactado en el contrato.

Aunque en principio los motivos de ser especialmente reservados y no formar parte del contrato, pueden parecer espúreos, no siempre es así (información sensible)

20. Régimen de responsabilidad

En defecto de regulación contractual específica procede aplicar por analogía las normas de compraventa de cosas del Código Civil.

En primer lugar, el vendedor debe entregar la cosa en el estado físico y jurídico que las partes presuponían en el momento de contrata, imponiéndose al vendedor el "saneamiento de la cosa objeto de la venta" por "los vicios o defectos ocultos que tuviere (1461 y 1474 CC)

Por vicio oculto, debemos entender la inutilidad total o parcial de la cosa que la hacen "impropia para el uso al que se destina o disminuye ese uso" equiparándose vicio interno del Código de Comercio al vicio oculto del Código Civil. Al vicio material hay que unir el vicio jurídico

En todo caso, el vicio ha de ser oculto, de entidad, preexistente o simultáneo a la venta.

- Oculto
- De entidad
- Preexistente

Remedios jurídicos

I. Acciones edilicias (redhibitoria y estimatoria)

La acción redhibitoria conlleva la devolución del precio con sus intereses (si ya se pago) y los gastos en que el comprador incurrió, debiendo el comprador restituir la cosa con los frutos que se obtengan de ésta. Esta acción es descartada en la práctica por la dificultad en devolver una empresa.

La acción estimatoria o quanti minoris, permite la rebaja del precio, reajustándolo en la proporción que en el mercado sea inferior los mismos objetos con esos defectos.

Prescripción 6 meses lo que hace que estas acciones se descarten en materia de compraventa de empresas.

II.- Acciones por error y dolor

Si se demuestra que el objeto de la venta posee determinadas características y luego se demuestra que las mismas son falsas o erróneas, es posible impugnar el contrato por dolo (mala fe) o error (resto de los casos), presumiéndose la ignorancia del venderor.

Plazo de prescripción general de 15 años (dolo) y 4 años (error)

II.II. Acciones por error y dolo en el ámbito de la compraventa de empresas

Es particularmente relevante el error cuando el vendedor no ha informado sobre circunstancias que impiden la normal explotación de la empresa o el dolo cuando el silencio del comprador pueda ser calificado como una maquinación insidiosa.

Es relevante las licencias, autorizaciones y concesiones para la explotación del negocio sin las que el comprador no hubiere cerrado la compra de acciones (STS de 27 de septiembre de 1990).

Será causa de error la existencia de pasivos ocultos que de haberse conocido, hubieran llevado al comprador a ofrecer una cantidad inferior.

El ejercicio de la acción de dolo, no implica necesariamente la nulidad del contrato, el comprador puede exigir una reducción del precio (dolo incidental 1270 CC).

III Resolución por incumplimiento

Alliud pro alio entrega de cosa distinta que genera pleno incumplimiento por inhabilidad del objeto o insatisfacción total y objetiva del vendedor STS 6 de abril de 1989 (15 años). Lo complicado es determinar cuando existen vicios ocultos y cuando alliud por alio

- Responsabilidad del vendedor
- Responsabilidad mancomunada/solidaria
- Definición de daño: daño directo y lucro cesante. Dificultad de incluirlo.
- Hechos que originan responsabilidad.
- Indemnities para materias específicas.

Procedimiento para reclamar ya sea por reclamaciones entre comprador y vendedor o de terceros recibidas por el comprador o la sociedad objetivo, suele recogerse los supuestos y la forma en que el vendedor podrá participar en la gestión de reclamaciones de terceros. Problema de arbitraje.

- Límites a la responsabilidad del vendedor
- Límite máximo (cap.)
- Importe mínimo para que la reclamación individual genere la obligación de indemnizar, excedido puede pactarse que se indemnice por el total o sólo por el exceso fijado (franquicia)
- Límites temporales a la obligación de indemnizar (plazo de prescripción legal específico en cuestiones laborales y de Seguridad Social, fiscales y medioambientales). Problema de las operaciones espejo.
- Sistema de acumulación de reclamaciones (basket) con o sin franquicia.

Bajo el epígrafe de indemnizaciones se prevén las reclamaciones por daños y perjuicios, debido a infracciones cometidas en los pactos establecidos, o como consecuencia de lo acontecido a causa de violaciones en lo declarado en el epígrafe de manifestaciones y garantías del contrato . Las reclamaciones pueden incluir los honorarios y el coste de la reclamación.

Es decir, que la lógica impone la necesidad de acordar la forma de hacer efectiva cada reclamación, en virtud de los siguientes parámetros:

1. Cada reclamación sólo puede formularse por encima de un importe mínimo (Minimum Amount).
2. Los daños y perjuicios sólo pueden considerarse recuperables a partir de una cifra de pérdidas (Basket Amount).
3. Las reclamaciones pueden acumularse a los efectos de una posible recuperación, de una forma preestablecida.
4. Debe determinarse un período de tiempo máximo para poder interponer una reclamación (Survival Period).

En el curso de la preparación del contrato hay que de la operación de compra, aunque este porcentaje en la práctica puede alcanzar niveles muy superiores. De esta manera el comprador absorbe una parte significativa de las contingencias puestas de manifiesto en el contrato. Si el umbral (Threshold) de la cifra frontera es traspasado, el vendedor se hará cargo de parte de las pérdidas excedentes. Naturalmente estas condiciones afectan la determinación del precio final de la operación.

A los efectos de subsanar las consecuencias de una posible insolvencia del vendedor, el comprador debe acordar con el vendedor que parte del precio de la operación quede depositado en poder de un profesional independiente (escrow agent) a lo largo del «survival period» o en caso de pagos aplazados; reservando y apartando así una cierta cantidad como garantía (set-off right).

La sentencia del Tribunal Supremo, de 15 de junio de 2010

A pesar de conocer la difícil situación financiera de la empresa, los demandados, para conseguir su propósito de venta, ocultaron al comprador la verdadera situación de Fast English, S. L., consiguiendo que el mismo aceptara evaluarla con las cuentas del ejercicio 2000/2001, aprobadas y depositadas en el Registro Mercantil de las que se deducía una rentabilidad neta del 5 ó 6 % y que en lugar de una empresa saneada y rentable entregaron una empresa inservible para el negocio, con cuantiosas deudas, con obligaciones de futuro contraídas extremadamente gravosas, con unos derechos de franquicia y arrendamiento que se extinguieron al poco tiempo, habiendo tenido que afrontar el comprador numerosas dificultades, pagos, reclamaciones judiciales laborales y de acreedores, reclamaciones de alumnos, penalidades y coacciones que incidieron negativamente en su vida personal y familiar causándoles daños morales».

Los daños morales, asociados a los padecimientos físicos o psíquicos, son aquellos que afectan a la integridad, a la dignidad o a la libertad de la persona, como bienes básicos de la personalidad.

No consta que en el contenido del contrato se hubiesen tomado en consideración, implícita o explícitamente, los daños morales que pudiera producir su incumplimiento. Sin embargo, el incumplimiento fue doloso, por lo cual la imputación objetiva alcanza a los daños morales relevantes derivados del incumplimiento, independientemente de que el cumplimiento del contrato comportase o no la obligación de preservar a la otra parte de dichos daños.

Considerado, pues, por la sentencia recurrida implícitamente como existente el daño que la sentencia de primera instancia declara probado; descrito este como una serie de acontecimientos que suponen un grave menoscabo de la integridad de la persona del demandante en su vertiente física, psíquica y de bienestar social y familiar; y demostrado igualmente que este daño se produjo como consecuencia del cierre de la empresa directamente acarreado por los incumplimientos de la demandada, que la sentencia recurrida considera de carácter doloso, concurre un criterio de imputación objetiva, sancionado por el artículo 1107 del Código Civil, que obliga al deudor a responder de los daños morales causados».

21. Garantías

Para asegurarse el comprador de que, en el caso de que aparezcan inexactitudes en las manifestaciones y garantías, podrá resarcirse del daño que se le cause, buscará bien una retención del precio, bien un depósito del mismo o bien una fianza de tercero que normalmente se traduce en un aval a primera demanda emitido por una entidad de crédito. Este tipo de cláusula es más habitual cuando menos solvente y fiable es la empresa vendedora, e en algunos casos, prácticamente imprescindible, principalmente cuando hablamos de compañías con una multiplicidad de accionistas personas físicas.

En el caso de que haya precios aplazados, el vendedor quiere asegurarse que recibirá las partes aplazadas del precio y en este mismo sentido, pedirá que se satisfaga su interés, bien con un depósito o bien con un aval bancario. En la medida en la que el comprador sea una empresa solvente, las garantías son más innecesarias.

Casos en que hay una multiplicidad de vendedores: desde el punto de vista del comprador se debe intentar obtener la responsabilidad solidaria de todos los vendedores y una garantía a la que poder recurrir directamente, como las del aval a primera demanda o el depósito.

1. Retención del precio: Retención de parte del precio de compraventa por el comprador, pactándose en el contrato los supuestos en los que el comprador podrá apropiarse definitivamente de la parte del precio retenido o, por el contrario, pagar ese precio al vendedor.

2. Depósito: Depósito en metálico (normalmente, de parte del precio de compraventa pagado por el comprador) en garantía del cumplimiento de las obligaciones de indemnización (escrow account). El contrato estipulará los supuestos en que se liberará el depósito a favor del comprador. En ocasiones, podrá pactarse una limitación de responsabilidad del vendedor al importe total del depósito, sin que pueda dirigirse el computador contra el patrimonio personal del vendedor en el supuesto de que los daños y perjuicios sufridos exceda de dicho importe.

3. Aval bancario a primer requerimiento: es frecuente pactar que el comprador pueda hacer uso del aval total o parcialmente, en una o varias ocasiones hasta alcanzar el importe máximo de la cantidad avalada. Se pactarán los supuestos en que el aval pueda ejercitarse. Asimismo, podrán pactarse sistemas de reducción del importe avalado, a medida que vayan desapareciendo las contingencias garantizadas (por ejemplo, por el transcurso del plazo de prescripción, por la resolución de los procedimientos de inspección sin que resulten obligaciones de pago, etc.).

4. Comfort letter: también conocida como Carta de Patrocinio, puede ser descrita de forma en el que el futuro destinatario – llamado tercero – se propone financiar en algún modo a la persona patrocinada. En esta tesitura, la emisión de la Comfort letter no tiene otra finalidad que la de favorecer la realización de dicha operación: al tercero le basta con ella, sin exigir ulteriores declaraciones o garantías del declarante – llamado patrocinador – para conceder la financiación pedida. De esto resulta que la Comfort letter cumple una función auxiliar en la realización de dicha operación de financiación, que es la que justifica precisamente su emisión.

5. Seguros: Como medida alternativa para la cobertura de las cantidades resultantes de las garantías convencionales pactadas por las partes, puede asumir el vendedor la obligación de concretar un contrato de seguro respecto a estas deudas, de modo que cubra su responsabilidad por este concepto frente al comprador de la empresa. Este contrato de seguro de garantías convencionales puede tener una duración y cuantía idéntica a la pactada para las garantías convencionales cuya responsabilidad cubra.

    - **“Non-soliciting”:** Partes se abstendrán de ofrecer empleo o contratación similar de forma directa o indirecta, a cualquier miembro del personal o a cualquier otra persona que trabaje para la empresa adquirida, pactándose una indemnización o una cláusula penal en caso de incumplimiento (ej. 3 veces salario bruto anual)

    - **“Noncompete”:** Los acuerdos de adquisición de empresas, habitualmente contienen esta cláusula en virtud de la cual el vendedor da una garantía -en forma de cláusula penal por ruptura del acuerdo o indemnización- al comprador de que ni él, ni sus familiares hasta el segundo grado, ni entidades controladas por él, llevarán, invertirán, gestionarán o desarrollarán directa o indirectamente en España (o en el territorio que se acordare) ninguna acitvidad que pueda entrar en competencia con la llevada por la compaía durante un periodo de tiempo determinado que habitualmente se considera adecuado de 2 o 3 años, en función de si se transmite o no el “goodwill”.

22. Aspectos laborales

Desde el punto de vista laboral, las principales cuestiones que se plantean en los procesos de adquisición de empresas son la continuidad de los contratos de trabajo de su personal, las obligaciones de información y el régimen de responsabilidad laboral y de Seguridad Social.

Relevancia del Artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores de transposición de la Directiva 2001/23/CE del Consejo de 12 de marzo de 2001.

En la adquisición de acciones no opera la sucesión de empresas ya que no hay cambio de empleador alguno por lo que en este caso no existe una obligación legal expresa de informar a los trabajadores o a sus representantes legales.

En la adquisición de activos, se produce una novación subjetiva en el contrato de trabajo y el adquirente se subroga ope legis en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del transmitente. Resulta conveniente el análisis de la sucesión de empresa.

La finalidad del artículo 44 del Estatuto de los trabajadores es salvaguardar los derechos de los trabajadores y mantener la relación jurídica contractual, sus derechos y obligaciones.

Para que opere la sucesión de empresa, es necesario –como luego desgranaré en su concepto un cambio en la titularidad del centro de trabajo o de una unidad productiva autónoma

- Concepto de centro de trabajo del ET(1.5 ET).

- Unidad productiva autónoma: “unidad de explotación claramente diferenciada que constituye una unidad socioeconómica de producción.

23. Sucesión de empresas

Concepto 44.2 ET	Cuando la transmisión afecta a una entidad económica que mantenga su identidad, en cuanto, conjunto de medios organizados para llevar a cabo una actividad económica
Operaciones incluidas	STS 27.10.1994 Sensu contrario, no constituye sucesión la transmisión de elementos aislados no susceptibles de explotación económica independiente, capaces de ofrecer bienes y servicios
Operaciones excluidas	Transmisión de empresa mediante compraventa de acciones.
Continuidad en los contratos de trabajo	• No se extingue la relación laboral, salvo que ésta se hubiera extinguido con anterioridad a la cesión, subrogándose el nuevo empresario ope legis en todos los compromisos por pensiones y en cuantas obligaciones en materia de protección social complementaria hubiera adquirido el cedente. • La sucesión no requiere consentimiento de los trabajadores afectados • El trabajador no puede continuar en la empresa cedente
Convenio Colectivo aplicable	• Salvo pacto en contrario, seguirá rigiéndose por el convenio colectivo que en el momento de la cesión fuera de aplicación a la empresa, centro de trabajo o unidad productiva autónoma transferida. • No se extinguirán los mandatos de los representante de los trabajadores que seguirán ejerciendo sus funciones en los mismos términos y bajo las mismas condiciones que regían con anterioridad.
Responsabilidades laborales 44.3 E.T	• Cedente y cesionario responderán solidariamente durante 3 años de las obligaciones laborales nacidas con anterioridad a la cesión, salvo que estén sometidas a plazo especial de prescripción o caducidad en cuyo caso estarán sujetas a un plazo de prescripción de 1 año. • Por las obligaciones laborales posteriores a la transmisión, responderá exclusivamente el adquirente, salvo que la transmisión
Responsabilidad de Seguridad Social	• Cedente y cesionario responderán solidariamente durante 4 años de las deudas con la Seguridad Social , incumplimientos por altas, bajas y cotizaciones nacidas con anterioridad a la cesión. • Certificados de la S.S que impliquen no responsabilidad para el adquirente, sin desarrollo reglamentario.
Obligación de información	• Cedente y cesionario deberán informar, antes de la transmisión, sobre el cambio de titularidad a sus respectivos representantes legales o directamente a los trabajadores si no hubiera representación. • Fecha prevista, motivos, consecuencias jurídico-económicas y medidas previstas respecto a los trabajadores como consecuencia de la transmisión. • La no información conlleva multa por infracción grave.
Obligación de consulta	• Cedente y cesionario que prevean adoptar medidas laborales con motivo de la transmisión deberán iniciar un periodo de consultas con los representantes de los trabajadores, sobre las medidas previstas y las consecuencias, antes de que estas se lleven a cabo. • La no consulta conlleva multa por infracción grave.
Especialidades para el personal de Alta Dirección	• La sucesión de empresa o el cambio de titularidad importante en el control de la misma (quedan incluidas las operaciones de compraventa de acciones) a la indemnización pactada en el contrato de trabajo o a la fijada como desistimiento del empresario, en el RD que regula esta relación (1382/1985), esto es, 7 días de salario por año de servicio con el límite de 6 mensualidades. • El plazo será 3 meses detsde la sucesión o el cambio.

- Concepto 44.2 ET
- Cuando la transmisión afecta a una entidad económica que mantenga su identidad, en cuanto, conjunto de medios organizados para llevar a cabo una actividad económica
- STS 27.10.1994 Sensu contrario, no constituye sucesión la transmisión de elementos aislados no susceptibles de explotación económica independiente, capaces de ofrecer bienes y servicios al mercado.
- Operaciones incluidas
- Fusiones, escisiones y cesiones globales de activos y pasivos.
- Las operaciones de transmisión de activos que entren dentro del concepto anterior.
- Operaciones excluidas
- Transmisión de empresa mediante compraventa de acciones.
- Continuidad en los contratos de trabajo
- No se extingue la relación laboral, salvo que ésta se hubiera extinguido con anterioridad a la cesión, subrogándose el nuevo empresario ope legis en todos los compromisos por pensiones y en cuantas obligaciones en materia de protección social complementaria hubiera adquirido el cedente.
- La sucesión no requiere consentimiento de los trabajadores afectados
- El trabajador no puede continuar en la empresa cedente.
- Convenio Colectivo aplicable
- Salvo pacto en contrario, seguirá rigiéndose por el convenio colectivo que en el momento de la cesión fuera de aplicación a la empresa, centro de trabajo o unidad productiva autónoma transferida.
- No se extinguirán los mandatos de los representante de los trabajadores que seguirán ejerciendo sus funciones en los mismos términos y bajo las mismas condiciones que regían con anterioridad.
- Responsabilidades laborales 44.3 E.T
- Cedente y cesionario responderán solidariamente durante 3 años de las obligaciones laborales nacidas con anterioridad a la cesión, salvo que estén sometidas a plazo especial de prescripción o caducidad en cuyo caso estarán sujetas a un plazo de prescripción de 1 año.
- Por las obligaciones laborales posteriores a la transmisión, responderá exclusivamente el adquirente, salvo que la transmisión fuera delictiva.
- Responsabilidad de Seguridad Social
- Cedente y cesionario responderán solidariamente durante 4 años de las deudas con la Seguridad Social , incumplimientos por altas, bajas y cotizaciones nacidas con anterioridad a la cesión.

- Certificados de la S.S que impliquen no responsabilidad para el adquirente, sin desarrollo reglamentario.

- Obligación de información

- Cedente y cesionario deberán informar, antes de la transmisión, sobre el cambio de titularidad a sus respectivos representantes legales o directamente a los trabajadores si no hubiera representación.

- Fecha prevista, motivos, consecuencias jurídico-económicas y medidas previstas respecto a los trabajadores como consecuencia de la transmisión.

- La no información conlleva multa por infracción grave.

- Obligación de consulta

- Cedente y cesionario que prevean adoptar medidas laborales con motivo de la transmisión deberán iniciar un periodo de consultas con los representantes de los trabajadores, sobre las medidas previstas y las consecuencias, antes de que estas se lleven a cabo.

- La no consulta conlleva multa por infracción grave

- Especialidades para el personal de Alta Dirección

- La sucesión de empresa o el cambio de titularidad importante en el control de la misma (quedan incluidas las operaciones de compraventa de acciones) a la indemnización pactada en el contrato de trabajo o a la fijada como desistimiento del empresario, en el RD que regula esta relación (1382/1985), esto es, 7 días de salario por año de servicio con el límite de 6 mensualidades.

- El plazo será 3 meses desde la sucesión o el cambio de control.

24. 10 errores en la compraventa

1. ENAMORARSE DE LA EMPRESA OBJETIVO. Es importante mantener sangre fría durante todo el proceso de compra la y crear una distancia emocional frente a la empresa target. No hay que dejarse enganchar por el proceso y por el deseo de rematar la operación. Para evitarlo resulta muy útil estudiar varias posibles adquisiciones al mismo tiempo.

2. BUSCAR LA EMPRESA PERFECTA. Todas las empresas tienen fallos y defectos. lo importante es comprar una en la que el comprador, por sus capacidades, pueda crear más valor que los antiguos propietarios.

3. ACEPTAR EL PRECIO QUE TE PIDEN. Aunque el vendedor diga que es un precio firme y definitivo, el comprador no debe dejarse influir. el comprador debe hacer propuestas alternativas e iniciar el baile de la negociación. si el vendedor no tiene otro comprador que acepte su precio, entonces entrará en el baile del comprador e irá cediendo hasta alcanzar un acuerdo satisfactorio para ambos.

4. NO HACER UN ESTUDIO EXHAUSTIVO DE TARGET. Es muy importante que el comprador no se relaje en la due diligence. las grandes bofetadas en compras de empresas vienen por haber estudiado superficialmente la información que el vendedor facilita al comprador, por no realizar el comprador suficientes preguntas o por quedarse el comprador satisfecho con respuestas ambiguas o incompletas por parte del vendedor o sus asesores.

5. NO CONOCER EL SECTOR EN EL QUE SE ENTRA. Aunque el comprador conozca bien la empresa target, puede que se esté metiendo en un sector en decadencia, con guerra de precios, capacidad ociosa o una dinámica competitiva que exige inversiones que no puede abordar. resulta fundamental que el comprador entienda la industria en la que entra y sus fuerzas competitivas.

6. COMPRAR CON PRISAS. En un proceso de compra de una empresa, es importante evitar caer en las urgencias del vendedor y que el comprador marque el ritmo del proceso. las prisas suelen guardar motivos ocultos. si el comprador cae en la dinámica del vendedor no podrá negociar adecuadamente o examinar suficientemente bien la empresa que compra.

7. NO CONTAR CON ASESORES ESPECIALIZADOS. Lo barato sale caro. en una operación corporativa el comprador (y también el vendedor) debe rodearse de buenos asesores, comprometidos, analíticos, exigentes y capaces de detectar inconsistencias y de defender con rigor tus intereses.

8. NO ESTUDIAR A TUS SOCIOS. El comprador puede estar tan volcado en estudiar la operación y en levantar fondos que dedique menos tiempo a analizar a aquellos socios con quién la va a hacer. Tan importante como la calidad de la empresa que se compra es la de los socios. Un socio equivocado puede amargar una buena compra.

9. PAGAR POR EL VALOR QUE VAS A CREAR. El comprador no debe caer en la trampa de pagar por el potencial de creación de valor que según el vendedor tendría la empresa si se arreglasen determinadas cuestiones. todo eso es el valor que va a crear el comprador. el comprador debe pagar al vendedor por lo que vale en ese momento lo que el vendedor vende y el comprador debe de dejar todo el crecimiento o las mejoras para crear valor para si.

10. EVITAR LAS AMBIGÜEDADES. El comprador debe dejar claro cuánto tiempo va a quedarse el vendedor. debe concretarse con claridad las formas de pago, qué atribuciones tiene el comprador como gestor respecto a sus socios, como se va a remunerar la creación de valor por parte del comprador. deben cerrarse de manera clara todos aquellos aspectos que sean relevantes en la operación. el comprador no debe de dejar temas abiertos a interpretación pues se volverán en su contra en el futuro.

25. Métodos de valoración de empresas

Como decía el poeta Machado, “Sólo los necios confunden valor y precio” y, aunque son conceptos totalmente diferentes, ambos resultan fundamentales en todo proceso de transacción.

El valor es un concepto económico, subjetivo y abstracto, no es único y depende de la situación personal y particular del individuo. Hace referencia a la apreciación por parte de las personas de las cualidades de los objetos o cosas, por lo que es un concepto individual y relativo a cada individuo.

En cualquier caso, se puede decir que el valor está asociado, o es función de dos elementos fundamentales:

- Utilidad: Grado de utilidad de los objetos (futuro). Qué beneficios se esperan en un futuro de los mismos.

- Coste: Coste de obtención de los mismos (pasado). Cuál ha sido el coste o el precio pagado en el pasado por su obtención.

Desde una perspectiva económica, podemos definir el valor como el “grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar o deleite o para satisfacer necesidades”, por tanto, tiene una proyección futura muy importante que obliga a realizar una correcta planificación de las expectativas.

El precio es el importe monetario de la transacción, depende únicamente de las condiciones de mercado y es un valor de equilibrio en función de la oferta y demanda del bien en cuestión. Depende de la escasez del bien en el mercado, y puede ser distinto en el tiempo en función del acuerdo al que se llegue en cada momento en la negociación, por lo que es un hecho y no una opinión..

Definidos valor y precio, la valoración es el proceso mediante el cual se determina el grado de utilidad que reportan los bienes a sus propietarios, según las circunstancias especiales en las que estos se encuentren. Dicha valoración puede ser utilizada con varios objetivos que analizamos un poco más adelante.

En consecuencia, puede decirse que el método más apropiado de valoración ante un problema concreto, dependerá esencialmente de la finalidad que se persiga con la valoración. La valoración debe contemplar el hecho de a quién se dirige y para qué se realiza.

Ante un caso concreto de valoración de empresas, la elección del método de valoración más apropiado depende en gran medida de las características de la empresa y de las finalidades perseguidas con la valoración. Así pues, no es lo mismo valorar una empresa en liquidación que una empresa en la que no cabe duda sobre su continuidad. Por tanto, con la valoración pueden perseguirse distintas finalidades, en función de las cuales puede justificarse el método más apropiado. Entre estas finalidades perseguidas por la valoración pueden citarse, entre otras, las siguientes:

- Operaciones de compra-venta de empresas. Como referencia para iniciar la negociación del precio ante una transacción: en este caso, es conveniente que la valoración se ofrezca en un intervalo, situándose entre un importe máximo y mínimo,

- Salidas de empresas a Bolsa, por operaciones de Oferta Pública de Acciones (OPV) En estos casos hay que realizar una valoración para determinar el precio de salida de las acciones y su premium .

- Separación de socios por conflictos u otras oportunidades.

Desde el punto de vista de la legislación mercantil existen causas internas y externas a la sociedad que obligan a realizar una valoración, entre las que podemos citar las siguientes:

1) **Causas internas:** Separación de socios, incorporación de socios nuevos, transmisión de participaciones, incrementos y disminuciones de capital, sustitución de objeto social, cambios de domicilio y exclusión de derecho preferente de suscripción.

2) **Causas Externas:** Fusiones, absorciones y escisiones de empresas, tomas de control o compra de paquetes de acciones, adquisiciones de empresas, quiebras y suspensiones de pagos y transformación de sociedades.

26. Consideraciones previas

Estas consideraciones pasan por adquirir un conocimiento del sector al que pertenece la empresa y la demanda de ese sector en transacciones de M&A, determinar el grado de penetración en el mercado, competencia futura, fase maduración y posibilidades de crecimiento, entorno económico, etc. En definitiva, debemos hacernos una idea de la viabilidad futura de la empresa a valorar.

Para ello, obtendremos todo tipo de información sobre el sector y la empresa y, del mismo modo, hay que disponer de la información financiera suficiente para poder realizar un diagnóstico económico-financiero de la misma. Para esto, es necesario disponer de las Cuentas Anuales de la empresa de los cuatro o cinco ejercicios precedentes, a ser posible auditadas y analíticas, y realizar un análisis financiero y patrimonial basado en Contabilidad de la empresa. Un conocimiento correcto del pasado empresarial es fundamental para poder realizar una planificación financiera futura a largo plazo lo más acertada posible.

La Contabilidad no recoge ciertos factores que influyen en la valoración de la empresa, como el valor de mercado de los activos, la información sobre intangible y capital intelectual, etc. Por ello, es necesario realizar un informe de reelaboración de la información, actualizando inventarios, corrigiendo valoraciones, contingencias fiscales y laborales, activos no productivos, etc.

Considerando todas estas cuestiones, hay que realizar la elección del método de valoración más apropiado para la empresa en cuestión y hay que considerar las siguientes circunstancias:

- Grado de información disponible y calidad de la misma.
- Conocimiento del sector, del mercado y de la competencia.
- Capital intelectual y recursos humanos.
- Tamaño de la empresa y penetración.
- Cotiza en bolsa o no y liquidez de sus acciones.
- Situación económico-financiera, estructura accionariado y deuda de la empresa.
- Características del negocio, y países donde opera.
- Finalidad de la valoración.

En ocasiones y en función de la finalidad que se persiga, como por ejemplo ante posicionamientos en una estrategia de negociación, no es recomendable aplicar un solo método de valoración. En estos casos será más apropiado aplicar varios métodos, de tal manera que a partir del valor obtenido de cada uno de ellos se puede elaborar un intervalo o rango de valoración.

Cuando la Contabilidad determina el patrimonio, la situación financiera y los resultados obtenidos en un periodo determinado, asigna explícitamente un valor a la empresa en su conjunto, de lo que se deduce que una de las funciones de la Contabilidad es determinar el valor de la empresa.

No obstante, la determinación del valor asignado por la Contabilidad está subordinada a los Principios y Normas Contables, en concreto, está sujeta al Principio (Hipótesis Básica) de Empresa en Funcionamiento, según el cual el valor de la empresa se establece suponiendo que ésta funcionará de forma ininterrumpida en el tiempo.

Asimismo, y según el Código de Comercio y el Plan General de Contabilidad, la valoración ofrecida por la Contabilidad está conformada según los Principios de Precio de Adquisición y de Prudencia, según los cuales la valoración de los activos se determina en función del precio pagado por ellos, y nunca se reconocerán beneficios no realizados, mientras que las pérdidas serán reconocidas aunque sean previsibles.

De este modo, se ofrece una valoración en función del "coste de adquisición" de los activos, sin reconocimiento de las plusvalías latentes hasta que éstos se realicen mediante una transacción. Por tanto, la aplicación de las actuales normas contables da lugar a una valoración sesgada de la empresa. Sin embargo, este inconveniente se elimina con la introducción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) del IASB, ya que el valor asignado por la contabilidad se acerca más al valor de mercado de los activos, al exigir en unos casos, o permitir en otros, la aplicación del valor razonable en lugar del coste de adquisición.

En cualquier caso, el objetivo de la valoración contable no persigue establecer un valor de venta o de transacción para la empresa, esto es, un valor de mercado. Pese a ello, el valor contable de la empresa

no carece de importancia ante una enajenación, pues es considerado como referencia para determinar el mínimo valor de mercado, es decir, el valor que como mínimo estaría dispuesto a aceptar el propietario de la empresa valorada.

Tras analizar las carencias de la Contabilidad en la determinación del valor real de la empresa, surge la necesidad de aplicar los denominados métodos de valoración de empresas para establecer el valor de mercado de las mismas ante una adquisición.

Según el objeto de valoración:

- **Valor económico de la empresa,** que tiene en consideración todas las inversiones (tangibles e intangibles), pero no su forma de financiarlas.

- **Valor financiero de la empresa (equity value)** es el valor para los accionistas y toma en consideración tanto la perspectiva económica, como la financiera

27. VAN

VAN es el acrónimo de Valor Actual Neto en inglés NPV (Net Present Value). El VAN mide el valor a día de hoy de los desembolsos e ingresos de un proyecto o inversión concreta, actualizándolos al momento inicial y aplicándoles un tasa de descuento en función del riesgo que conlleva el proyecto o inversión; lo que implica que los tipos a aplicar pueden variar no sólo de un sector a otro (tecnología vs energía hidráulica) sino incluso dentro de una misma empresa.

El VAN es relevante para la valoración de inversiones en activos fijos, Si su valor es mayor a cero, el proyecto es rentable. Si los datos que se toman como referencia están bien definidos y el valor es mayor a cero, esa inversión debería mejorar el margen bruto de la compañía y ser adecuada.

- A sería la inversión inicial

- Q serían los flujos positivos

- t son los periodos

- K es el tipo de interés. Si el proyecto no tiene riesgo, se tomará como referencia el tipo de la renta fija, de tal manera que con el VAN se estimará si la inversión es mejor que invertir en algo seguro, sin riesgo específico. En otros casos, se utilizará el coste de oportunidad.

$$VAN = -A + \frac{Q_1}{(1+k)} + \frac{Q_2}{(1+k)^2} + \ldots + \frac{Q_n}{(1+k)^n} = -A + \sum_{i=1}^{n} \frac{Q_i}{(1+k)^i}$$

28. TIR

Es el acrónimo de Tasa Interna de Rentabilidad en inglés IRR (Internal Return Ratio). Este método consiste en calcular la tasa de descuento que hace cero el VAN. Un proyecto o inversión será interesante cuando su tasa TIR sea superior al tipo de descuento exigido para proyectos o inversiones con igual nivel de riesgo. Es una tasa de interés compuesto al que permanecen invertidas las cantidades de dinero no retiradas de la inversión o el proyecto.

La fórmula matemática de la TIR sería despejando la K de la fórmula del VAN. Como ya hemos comentado, existen varías herramientas para su cálculo. Entre varios proyectos alternativos de inversión se elegirá aquel que presente la tasa TIR más elevada. De todos modos, si los diversos proyectos analizados presentan niveles de riesgos muy diferentes, primero hay que ver hasta que nivel de riesgo se está dispuesto a asumir, y a continuación, entre los proyectos seleccionados, se elige el que presente la tasa TIR más elevada.

Es un sistema sencillo de evaluar para un inversor y para chequear si la inversión va por los cauces deseados. Cada inversor debiera en buena medida, tener una TIR para cada inversión.

Ejemplo:

Año 1 2 3 4 5 6 7

Inversión/ rendimiento -400 € -300 € 230 € 195 € 175 € 165 € 150 €

Total Invertido -700 €

Total obtenido 915 € 100% RENDIMIENTO NETO

Diferencia 215 € 101% RENDIMIENTO NETO

TIR 8,47%

Este sistema se ha utilizado en exceso en los años anteriores por los Fondos y Sociedades de Capital Riesgo, para demostrar la buena gestión de los socios y empleados de esas sociedades. Sin embargo el sistema utilizado por estas sociedades hace una combinación de varias inversiones en varios proyectos y la TIR es incapaz de dar una respuesta correcta porque matemáticamente falla cuando se suman valores. Veamos el siguiente ejemplo.

29. Métodos

Basados en el balance y la cuenta de resultados

Valor contable: Se puede establecer el valor contable de la participación de los accionistas, o valor contable de la empresa, desde un punto de vista algebraico como valor contable de los activos menos valor contable de los pasivos. El problema de este método es que en muchos casos, el valor de los activos se computan por su precio de adquisición. Situación ésta, que se corrige con la introducción de los nuevos principios contables en España en 2008.

Valor contable ajustado: Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables a la valoración ajustando los valores en libros del activo y del pasivo a su valor de mercado, obteniendo así el patrimonio neto ajustado.

Valor de liquidación: El balance de la empresa nos sirve para saber qué tiene la empresa pero no para opinar cuanto tiene. Una forma de poder aproximarnos a este último dato sería valorar la empresa en función del valor de venta de sus activos, con lo que ajustaríamos el valor contable al de mercado, le restaríamos las deudas y obtendríamos otra estimación del valor de la empresa. El problema de este método es que no tiene en cuenta el dinero que la empresa puede generar en el futuro.

Valor sustancial: Equivale a la inversión necesaria para dejar la empresa en la misma situación que en la que se encuentra. Es decir, equivale al valor de reposición bajo el supuesto de continuidad o empresa en funcionamiento. Se suelen excluir los bienes que no afectan a la explotación.

Comparables Cuenta de resultados (y en el valor de la empresa):

- EV / EBITDA: Se define como el cociente entre el valor de la empresa y el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Es uno de los múltiplos más usados en la valoración de empresas. Sin embargo, presenta carencias asociadas a las limitaciones del EBITDA, como la no inclusión de los cambios en las necesidades de fondos asociadas a la operativa de la empresa y ni las inversiones en activos.

- EV / EBIT: Como se observa en su definición, se sustituye la línea de EBITDA por la de EBIT, por lo que se tienen en cuenta las depreciaciones y las amortizaciones a la hora de calcular el beneficio.

- PER: Se define como la ratio precio por acción y beneficio por acción. Una ratio alta puede indicar que los inversores Y piensan que la empresa tiene buenas oportunidades de crecimiento, y que sus ganancias son relativamente seguras y por tanto, más valiosas. Desde luego, también puede que signifique ganancias temporalmente deprimidas. Si una empresa llega al punto de equilibrio reportando ganancias cero, su ratio PER es infinito.

Comparables Cuenta de resultados (y en el valor de la empresa):

- EV / Ventas: Se define como el cociente entre el valor de la empresa medido como el valor de mercado de las acciones (en ocasiones se le suma la deuda neta) y las ventas.

- Otros múltiplos: Por ejemplo, EV / FCF, cociente entre el valor de la empresa y su flujo de caja libre, siendo este último el que tiene en cuenta el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda de la empresa después de descartar las inversiones realizadas en activos fijos y en necesidades operativas de fondos. Hay múltiplos más sectoriales como el número de habitaciones por hotel, o el número de camas en hospital, etc.

  El mayor problema de este sistema, es que funcionaría en un mercado donde las compañías fueran muy similares en todos (casi todos) los aspectos (de negocio, contables, financieros y de gestión) de la empresa, situación poco probable.

- Descuento de flujos de caja libre: El Descuento de Flujos de Caja Libre se ha convertido sin duda en el método fundamental para la valoración de adquisiciones de empresas, siendo el más utilizado en la práctica; bien sea entre empresarios, inversores financieros o profesionales independientes.

La importancia del Descuento de Flujos de Caja Libre no radica tanto en la metodología que se utiliza para su aplicación, sino la concepción que subyace a dicho método. Conceptos tales como la primacía del flujo de caja o coste del capital, así como la aplicación de la "Teoría Financiera y del Riesgo", se han convertido en herramientas básicas de la gestión empresarial; conceptos que entroncan con herramientas tan esenciales como el Valor Actual Neto, el cálculo de una Renta Perpetua, la Tasa Interna de Retorno (TIR) o el "Payback", que son de todo punto esenciales para entender correctamente cualquier planteamiento financiero relacionado con el futuro.

Además, frente a la volatilidad y vulnerabilidad del beneficio contable, el flujo de caja aparece como una variable mucho más difícil de manipular, no demasiado susceptible a interpretaciones y con una mayor cercanía a la realidad. El flujo de caja es capaz de recoger el efecto para el accionista de diferentes políticas de inversión y financiación (incluyendo el comportamiento del capital circulante), y, más importante, refleja el resultado de las operaciones.

El flujo de caja libre (FCL) o "Free Cash Flow" (FCF) es el flujo de fondos generados por las operaciones, independientemente de cómo sea la estructura de financiación de la compañía, después de impuestos e inversiones.

Información necesaria: necesitamos estimar los flujos de efectivo (CF), la tasa de descuento (k) y el valor residual (VR).

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

30. Particularidades de las compraventas de sociedades cotizadas

Quien adquiera control, individual o conjunto, de una sociedad cotizada debe formular una oferta pública de adquisición.

- Fundamentos:

- Principio de igualdad de trato de los accionistas de la sociedad cotizada.

Todos los accionistas tienen derecho a participar del sobreprecio o prima de control que reciben los vendedores del paquete de control.

Dictamen Consejo de Estado: "(...) que los minoritarios puedan disfrutar de la plusvalía que el traspaso del control de la sociedad genera sobre el precio de mercado (...)"

Contribuye a la mejora del gobierno societario. **La OPA es una herramienta que facilita una supervisión externa de los administradores estimulándoles al desempeño de una gestión eficiente y proclive hacia los accionistas.**

31. Régimen de OPAS

- Directiva 2004/25/CE, relativa a las ofertas públicas de adquisición (en proceso de revisión).

- Arts. 34 y 60 LMV (modificada por la Ley 6/2007, de 12 de abril).

- RD 1066/2007.

- Circular 8/2008 (modelos de anuncio y solicitud de autorización).

- Comunicado de la CNMV de 18 de julio de 2008 sobre el cobro de comisiones en caso de ejercicio de "squeeze out"

- Disposición adicional 1ª Real Decreto-ley 2/2011 (excepción OPA obligatoria en procesos de reestructuración o integración en el marco del Real Decreto-ley 9/2009). Recientemente modificado por La Disposición adicional 8º Real Decreto-Ley 4/2014.

- Ley 1/2012, en relación con la formulación de OPAs en circunstancias excepcionales.

32. Concepto de control

- **Dos umbrales de control:**

  - Adquisición 30% derechos de voto. Excepción: accionista de contrapeso (p.ej., IPIC en relación con CEPSA donde había otro accionista titular del 48,834% dos de voto 15.09.09)

  - Obtención mayoría numérica del consejo en los 24 meses siguientes a la adquisición de una participación de < 30% derechos de voto (crítica: herencia reforma 2003)

- Régimen especial

Finalidad.- Evitar posicionamientos de entre el 30% y el 50% antes de la entrada en vigor del actual régimen –RD 1066/2007- para luego comprar libremente en el mercado y traspasar ese umbral sin necesidad de formular OPA (con los costes que ello implica)

El control podrá obtenerse a través de:

- Adquisición de acciones u otros valores que confieran (directa o indirectamente) derechos de voto: OPA por adquisición

- Firma de pactos parasociales: **OPA por concertación**

Designación mayoría del consejo: **OPA por designación**

- Adquisición directa

- Adquisición indirecta, como consecuencia de una toma de control indirecta o sobrevenida (ejemplo: Logista)

- Ejemplos: fusión, reducción de capital, canje, conversión, variación de autocartera, ejercicio compromiso de aseguramiento, etc.

En España co-existen dos tipos de oferta:

- **OPA obligatoria ("OPA consecuencia"),** como procedimiento desencadenado por el cambio de control de una sociedad cotizada para garantizar el acceso a la prima de control a la totalidad de los accionistas

- **OPA voluntaria ("OPA camino"),** como medio para adquirir acciones de una sociedad cotizada a través del ofrecimiento público de compra importancia compromisos irrevocables de aceptación Además, existen otros supuestos en los que una sociedad cotizada debe formular una OPA:

  - **OPA de exclusión.** Cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones, salvo que se aplique alguna de las excepciones previstas en el RD 1066/2007

- **OPA por reducción.** Cuando realice una reducción de capital mediante adquisición de acciones propias

- OPA total

  - **A posteriori.** La oferta se formula como consecuencia de la adquisición de control de la sociedad para garantizar la igualdad de trato de los accionistas y ofrecer a todos la posibilidad de desinvertir a un precio que incorpore la prima que el oferente haya pagado a los vendedores del paquete de control

  - **A precio equitativo.** El precio de la OPA está intervenido para garantizar que incluye la prima desembolsada por el oferente.

  Con carácter general, el precio equitativo:

  - El más elevado pagado o acordado por el oferente o los que actúen concertadamente con él en los 12 meses previos al anuncio.

  - En ausencia de esa referencia, se calcula con los métodos de valoración aplicables en los supuestos de OPA de exclusión (art. 10 RD 1066/2007)

  - Efectivo, valores, mixta (OPA en metálico, OPA de canje, OPA mixta)

  - Principio de igualdad de trato

  - Obligación de ofrecer efectivo:

  - Compra 5% en 12 meses previos

  - OPA obligatoria

  - OPA de canje, excepto si se ofrecen valores cotizados en un mercado de la UE

  - Las OPAs voluntarias podrán ser **parciales y a precio libre**

  - Excepción para las ofertas formuladas en "circunstancias excepcionales"

Podrán condicionarse siempre y cuando la condición sea considerada conforme a Derecho por la CNMV y su cumplimiento pueda verificarse antes de finalizar el plazo de aceptación. En la práctica: solo (i) nivel mínimo de aceptación o (ii) adopción de decisiones por órganos de gobierno de la sociedad afectada.

- Adquisición del control mediante OPA voluntaria (art. 8 (f) RD 1066/2007)

No habrá que formular una OPA obligatoria tras adquirir control vía OPA voluntaria si:

- Se ofreció un precio equitativo, o

- La oferta fue aceptada por el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido (se excluyen del cómputo los derechos de voto que ya pertenecían al oferente o a quien alcanzó un acuerdo previo con él)

Adquisición de control en el marco de una fusión (art. 8 (g) RD 1066/2007). No existirá obligación de formular una OPA si: (a) quien adquiere el control no votó a favor de la fusión en la junta general de la

sociedad afectada que decidió sobre dicha operación, y (b) se justifica que la fusión no tiene como motivo principal la toma de control sino que responde a un objetivo industrial o empresarial

Precedentes desde 2007: grupo rayet (respecto de su participación en afirma) 16.04.08, smithfield foods (respecto de su participación en campofrio) 10.12.08 e iberia (respecto de su participación en vueling) 16.06.09

"Operaciones de salvamento" (art. 8 (d) RD 1066/2007) en las que se adquiere el control por conversión o capitalización de créditos en acciones cuando la viabilidad financiera de la sociedad está en peligro grave e inminente (p.ej., toma de control de metrovacesa por banco santander 06.07.2011).

33. Squeeze out

Tras una OPA total (obligatoria o voluntaria) Doble umbral:

- Oferente adquiere ≥ 90% derechos de voto de la sociedad
- Oferta aceptada ≥ 90% derechos de voto a los que se dirigió

Precio equitativo: "el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública", es decir, no necesariamente tiene que ser en efectivo (p.ej., valores tras una OPA de canje: banco guipuzcoano / banco pastor)

Puede ejercitarse tras una OPA de exclusión formulada por una entidad distinta de la sociedad que se excluye (p.ej, accionista mayoritario Befesa medioambiente).

34. Jerga de OPAS

- OPA hostil/ OPA amistosa
- Blindajes "anti-OPA"
- Irrevocables (hard/soft)
- "Breakthrough rule" (medidas de neutralización)
- "Passivity rule" (deber de pasividad de administradores/directivos de la sociedad afectada)
- Caballero blanco ("white knight")
- "Break-up fee"

Problemática de la compatibilidad de entrega de información al oferente con las normas de abuso de mercado.